

管理者过度自信、公司治理与企业过度投资

章细贞, 张欣

(中南大学商学院, 湖南长沙, 410083)

摘要: 以 2007—2010 年沪深两市上市公司为研究对象, 研究管理者过度自信对企业过度投资行为的影响, 以及公司治理对它的抑制作用。实证检验的结果表明: 管理者过度自信与企业过度投资存在显著的正相关关系; 良好的公司治理能够抑制管理者过度自信导致的企业过度投资。具体来说, 公司治理因素中的董事会的独立性、董事长与总经理两职分离、债权人和政府的干预能对管理者过度自信导致的过度投资行为起到抑制作用, 但行业竞争强度的抑制作用不明显。

关键词: 管理者过度自信; 控制幻觉; 公司治理; 企业过度投资; 委托代理; 认知纠偏效应

中图分类号: F276.6

文献标识码: A

文章编号: 1672-3104(2014)01-0015-08

长期以来, 学术界对企业过度投资行为的研究一直保持着浓厚的兴趣, 也产生了大量的研究成果。对过度投资的经典解释是现代企业由于所有权和经营权分离引发的委托代理问题。在企业投资决策中, 不持有或持有少量股份的管理者的决策目标并不是实现股东财富最大化, 而是为了满足个人私利。管理者通过建造“企业帝国”, 以谋取企业规模扩大而带来的各种利益, 如报酬与声望的提高等。代理理论揭示了企业过度投资的基本原因, 但该视角的分析忽视了企业决策的另一影响因素, 即管理者的认知偏差。社会学和心理学的研究表明, 人们普遍存在过度自信的认知偏差。相比普通员工, 过度自信在企业管理者中表现尤为明显^[1-2]。当管理者过于相信自己的判断能力和成功概率时, 可能制定错误的投资决策。因此, 管理者的过度自信可能也是导致企业过度投资的重要原因之一。目前, 国内外学者围绕这一问题展开了深入研究。但对于如何消除管理者过度自信导致的企业投资行为异化这一视角的研究成果还很鲜见。由于公司治理的最终目标在于保证公司决策的科学性, 那么公司治理机制是否可以抑制由管理者过度自信引发的过度投资? 基于这一思路, 本文拟从抑制管理者过度自信视角, 就公司治理对管理者过度自信导致的企业过度投资的治理效应进行研究。

以 2007—2010 年沪深两市上市公司为研究对象, 实证检验的结果表明: 过度投资与管理者过度自信存

在显著的正相关关系; 良好的公司治理能够抑制管理者过度自信而导致的企业过度投资行为。本文的主要贡献在于: 突破了现有研究主要停留在管理者过度自信对企业投资行为负面影响的研究框架, 而是从如何克服过度自信心理偏差, 以确保投资决策的科学性这一更深层面上, 研究公司治理对于管理者过度自信以及过度自信导致的过度投资的抑制作用, 揭示了公司治理的“认知纠偏”效应, 深化了对公司治理基本功能的理解。

一、文献综述与研究假设

(一) 管理者过度自信与企业过度投资

行为金融学的研究表明, 管理者的个人心理特征对投资决策有重要影响。过度自信的管理者, 表现出更容易高估自己的知识和能力, 更加相信自己的控制能力, 往往高估收益, 低估风险。因此, 即使他们是忠于股东的, 也可能做出过度投资的决策, 从而损害公司利益^[3]。Lin, Hu 和 Chen 发现过度自信的管理者倾向于过度投资^[4], Malmendier 和 Tate 揭示了管理者过度自信与公司投资现金流之间的关系, 他们发现, 过度自信的 CEO 投资现金流敏感性更高, 如果公司的内部资金充足, 过度自信的管理者会加大过度投资的水平^[5]。

收稿日期: 2013-07-07; 修回日期: 2013-12-19

基金项目: 湖南省社科基金“管理者过度自信、自信抑制与公司并购绩效研究”(12YBB284)

作者简介: 章细贞(1966-), 女, 湖南浏阳人, 中南大学商学院副教授, 管理学博士, 主要研究方向: 资本市场与公司财务, 公司治理; 张欣(1989-), 女, 山东文登人, 中南大学商学院会计系硕士研究生, 主要研究方向: 投融资决策。

管理者的过度自信行为及其对企业投资决策的影响也引起了我国学者的关注,郝颖、刘星和林朝南等研究发现,在我国上市公司特有的股权安排和治理结构下,过度自信高管人员在公司投资决策中更有可能引发配置效率低下的过度投资行为^[6]。姜付秀等对管理者过度自信与企业扩张之间的关系及其对企业财务困境的影响进行了探讨。他们的研究表明,管理者过度自信和企业的总投资水平、内部扩张之间存在显著的正相关关系,并由此加大企业陷入财务困境的可能性^[7]。叶蓓、袁建国发现,管理者信心增强会显著提高企业投资-现金流敏感性^[8]。张敏等考察了不同层级的管理者过度自信对上市公司投资决策的影响,得出了董事长和总经理过度自信对公司投资支出和并购决策行为都具有显著影响的结论^[9]。可见,在我国目前特定的制度背景下,管理者过度自信可能引发企业过度投资行为。因此,本文提出如下假设:

H1: 管理者过度自信与企业过度投资水平存在显著正相关关系。

(二) 公司治理对管理者过度自信引起的过度投资的治理效应

公司治理源于现代企业所有权和经营权的普遍分离,是确保企业管理者的各项决策符合股东利益的一种制度安排,其最终目标在于保证企业决策的科学性和合理性。如果公司治理是有效的,管理者做出决策时会更加审慎并会对决策后果进行反复评估,从而可以修正其对自身能力以及公司实力的认知,降低过度自信的程度。此外,通过合理安排公司治理结构,还能够加强公司内部和外部利益相关者对公司决策过程的参与程度和决策执行过程的监督,削弱管理者的决策权和控制权,有助于抑制管理者的控制幻觉,进而降低管理者的过度自信程度。良好的公司治理能够抑制管理者的过度自信程度,进而降低由于管理者过度自信而导致的过度投资。因此,提出一个总的假设:

H2: 公司治理能抑制管理者过度自信导致的过度投资。

董事会治理是现代公司治理体系的核心。董事会对管理层做出的重大决策进行审核批准,起到对管理层监督的作用。董事会的独立性决定了董事会监督效率的高低。当董事会的独立性较差时,董事会最终会倾向于服从管理者做出的决策^[10],由此使得管理者对公司经营决策的判断偏差得不到及时的纠正^[11]。相反,当董事会独立性较强,董事特别是外部独立董事对管理者做出的决策会更为谨慎对待,有利于及时纠正管理者对公司经营决策的判断偏差,这样就会在一

定程度上抑制其过度自信的心理,管理者过度自信对投资决策的影响可能会有所减弱。Borokhovich 等认为如果公司董事会能有效地监督公司,将可使管理者过度自信的倾向降低^[12]。Malmendier 和 Tate 的研究也表明公司需要独立性高的董事会来治理管理者的过度自信行为可能带来的消极影响^[5]。据此,提出假设:

H2-1: 董事会的独立性越强,管理者过度自信与过度投资之间的正相关关系越弱。

利用董事会监督企业管理者的行为是股东维护自身利益的一种机制,也是董事会治理的重要组成部分。从岗位设置角度来说,应当对不相容的职务进行岗位分离。总经理的重大决策应通过董事会进行投票表决形成最终意见。然而总经理和董事长如果兼任则会弱化董事会对管理者的监督和制衡,总经理对公司的重大经营决策有了更多的话语权,由此会增加总经理对公司的控制幻觉,这样会使总经理认为自己能更多的控制公司经营决策的结果,由此低估决策失败可能性的程度会更大。与此同时,当总经理同时兼任董事长时,董事会的警惕性会降低,管理者的过度自信行为得到强化。饶育蕾、王建新的实证结果也表明,两职分离能够纠正因 CEO 过度自信而导致的投资决策及其他经营决策偏差^[13]。据此,提出假设:

H2-2: 董事长与总经理两职分离时,管理者过度自信与过度投资的相关关系越弱。

作为债务人的企业与其债权人之间的债务契约特征会对企业管理者产生约束作用。一方面,债务按期还本付息的规则性治理和强制索取模式降低了管理者决策的自由度,另一方面,债权人出于自身风险防范的考虑,会在债务契约中增加约束管理者的限制性条款,并对那些容易导致债权人利益受损的管理行为进行干预,从而降低管理者进行决策的“独立选择”能力。因此,债权人对管理者的干预与约束会抑制管理者的过度自信,从而降低企业的过度投资水平。据此,提出假设:

H2-3: 债权人对管理者的约束与干预程度越大,管理者的过度自信程度与过度投资的相关性越弱。

由于市场机制的调节并不会完全有效,政府干预在市场经济发展过程中仍然起着举足轻重的作用。政府干预不仅会降低管理者对决策的控制权,同时当企业的经营更多地依赖于政府政策的支持,而不是管理者自身的能力与专业知识时,管理者的控制幻觉会弱化,从而抑制管理者过度自信。我国的国有企业中存在着大量的非市场因素会影响管理者的决策行为,因此,企业的经营业绩并非完全由管理者自身能力所决

定,同时也取决于政府出台的政策支持。据此,提出假设:

H2-4: 政府干预会弱化管理者过度自信与过度投资的相关关系。

国外的一些实证研究表明,外部市场竞争体系对企业管理者的约束和企业绩效的影响甚至会比内部治理更为有效。在市场经济条件下,市场评判是监督和约束经理层的主要依据,竞争性的产品市场时刻考验企业的生存能力,这给管理层带来了极大的经营压力。行业竞争能有效的降低委托代理成本,促使管理者为提高公司价值而努力^[4]。面对这种压力,管理者会更加谨慎的对待各项决策,以防自己以及其所属企业被市场机制淘汰,从而抑制了管理者的过度自信行为。据此,提出假设:

H2-5: 在行业竞争的约束下,管理者过度自信与过度投资的相关关系较没有约束条件的情形下要弱。

二、研究设计

(一) 样本选择

本文的样本来自 2007—2010 年在上海和深圳证券交易所挂牌交易且发行 A 股的上市公司。在样本筛选过程中,考虑到行业的特殊性,剔除了金融保险类上市公司;为了避免财务状况异常公司的干扰,剔除了 ST、PT 公司;将无法取值的相关数据作为样本缺失值处理。最终得到 311 家公司三年共 933 个样本数据。为消除极端值的影响,本文还对主要的连续变量在 1%分位以下和 99%分位以上的极端值进行了 Winsorize 处理。本文的数据来自国泰安数据库。

(二) 模型建立

对公司过度投资水平的估算,本文借鉴 Richardson 模型^[15]。首先,通过模型估算出企业预期的正常投资支出,然后以实际投资支出减去预期正常投资支出,便可得到非效率投资水平,该指标大于 0,表示过度投资(Overinv),小于 0 表示投资不足。企业预期正常投资水平估计模型为:

$$Inv_t = \beta_0 + \beta_1 Growth_{t-1} + \beta_2 Lev_{t-1} + \beta_3 Cash_{t-1} + \beta_4 Age_{t-1} + \beta_5 Size_{t-1} + \beta_6 Ret_{t-1} + \beta_7 Inv_{t-1} + \sum Indu + \sum Year + \varepsilon_t \quad (1)$$

为验证前述假设,建立模型(2)和(3):

$$Overinv_t = \alpha + \sum \beta Conf_t + \theta X_t + \sum Indu + \sum Year + \varepsilon_t \quad (2)$$

$$Overinv_t = \alpha + \sum \beta_1 Conf_t + \sum \beta_2 Gov_t + \sum \beta_3 Conf_t \times Gov_t + \theta X_t + \sum Indu + \sum Year + \varepsilon_t \quad (3)$$

Overinv 是模型(1)测算出的企业过度投资水平,Conf 是表征管理者过度自信的三个因子,Gov 代表公司治理的各项因素,X 代表各个控制变量。模型(2)用于检验 H1,如果 β 系数显著为正,表示管理者过度自信将导致过度投资,H1 得到验证。模型(3)用于检验 H2,当 β_3 系数显著为负时,表示该项治理机制有助于抑制管理者过度自信引起的企业过度投资行为,H2 得到验证。上述模型中各变量的含义见表 1。

1. 管理者过度自信变量

对管理者过度自信的度量一直是该领域研究的一个难点,从已有的研究看,学者们主要提出了以下几种度量方法:

(1) 依据管理者的行为来判断。管理者行为又依据管理者的股票期权或 CEO 持股状况、管理者盈余预测、并购次数等来判定。Malmendier & Tate 以管理者所持股票或股票期权的数量在行权期内是否净增长作为衡量过度自信的指标^[5],Lin, Hu 和 Chen 以公司年度盈利预测值超过实际盈利水平作为管理者过度自信的标志^[4]。Doukas 和 Petmezas 认为公司在三年内并购次数达到五次或五次以上的管理者是过度自信的^[16]。

(2) 根据主流媒体对 CEO 的评价。Deshmukh 等运用商业期刊对 CEO 的评价作为度量指标^[17]。

(3) 相关部门发布的市场情绪指数。Oliver 将消费者情绪指数,余明桂等采用国家统计局公布的企业家信心指数作为管理者过度自信的替代指标^[18]。

(4) 根据管理者个人特征判断。通过对管理者的年龄、学历、任职期限、受教育程度进行客观赋权,构建管理者过度自信的替代变量^[19]。

考虑到我国上市公司管理者的持股比例不高,实行股权激励制度的时间还比较晚、媒体披露的透明度不高以及较强的主观性、企业景气指数是对外部经济环境的估计,公司盈利预测受外部经济环境和公司信号传递等内在因素的影响。同时在中国,“人”的影响不容忽视。另外,公司的规模以及经营程度也会影响管理者的自信程度。因此,本文借鉴江伟的做法^[19],采用管理者男性比例、管理者平均年龄、管理者持股比例、管理者教育程度、公司规模、净资产收益率为管理者过度自信的替代变量。具体理由如下:

(1) 管理者男性比例。女性比男性表现出来更多与生俱来的谨慎与细致,Langer 和 Roth 的研究表明,在投资方面,男性投资者比女性投资者更倾向于表现出过度自信^[20]。

表1 变量定义

变量	变量描述
Panel A 投资	
Inv	新增投资: 固定资产、长期投资和无形资产的净值改变量/平均总资产
Overinv _t	t年的过度投资
Panel B 估计正常投资的变量	
Growth _{t-1}	增长机会: t-1年的Tobinq值
Lev _{t-1}	资产负债率: t-1年末的总负债/总资产
Cash _{t-1}	现金持有水平: t-1年末现金与交易性金融资产/平均总资产
Age _{t-1}	上市年龄: 截至t-1年末的上市公司年龄
Size _{t-1}	公司规模: t-1年末公司总资产的自然对数
Ret _{t-1}	股票收益率: (t-1年每股股息+t-1年末每股市价-t-1年初每股市价)/t-1年初每股市价
Inv _{t-1}	t-1年新增投资: t-1年固定资产、长期投资和无形资产的净值改变量/平均总资产
Panel C 度量管理者过度自信的变量	
Female	男性比例: 男性管理者人数/管理者总人数
Awage	平均年龄: 管理者年龄之和/管理者总人数
Edu	受教育程度: 管理者学历是中专以及中专以下的赋值“1”、大专赋值为“2”、本科赋值为“3”、硕士研究生赋值为“4”、博士研究生及以上赋值为“5”
Share	管理者持股比例: 管理者持股数量/总股本数
Size	公司规模: 总资产的自然对数
Roe	净资产收益率
Panel D 公司治理变量	
Idr	独立董事比例: 独立董事人数/董事会总人数
Dual	两职状态: 董事长与总经理两职分离取“1”, 董事长兼任总经理取“0”
Lev	债权人治理: 资产负债率
State	政府治理: 实际控制人为政府取“1”, 否则取“0”
Iduprof	行业竞争强度: 行业营业利润/行业营业收入
Panel E 控制变量	
Eps	基本每股收益
Liqu	流动比率
CF	每股经营现金净流量
Indu	行业虚拟变量: 按照证监会行业分类标准, 制造业按次类分类, 其他按门类分类, 以综合类为基准。
Year	年度虚拟变量: 以08为基准年度, 设09年以及10年两个年度虚拟变量

(2) 管理者平均年龄。Forbes 的研究发现, 年龄较小的管理者在做决策的时候会收集更多的信息, 以减少由于经验不足引起的决策偏差; 而年龄较大的管理者会倚仗其过去的经验和经历, 可能会使其减少对决策的必要调查与考虑, 故年龄较大者存在过度自信倾向^[21]。

(3) 管理者持股比例。当管理者持有公司的股票时, 其个人利益变与公司利益连在一起, 引起其对风

险的规避, 更容易做出保守的决策, 因此会限制其过度自信的程度。

(4) 管理者受教育程度。Lichtenstein 的研究发现, 管理者受教育程度的高低会对决策产生影响。受教育程度高的管理者会从多方面收集信息, 考虑决策的因素以及后果, 从而弱化其过度自信的行为^[22]。

(5) 公司规模和净资产收益率。公司规模和净资产收益率反映了公司前期发展的一个状态, 较大规模

的公司以及较高的净资产收益率是管理者具有较高管理能力的标志, 而市场对他们的认可会激发其过度自信。所以公司规模大的公司以及净资产收益率高的公司的管理者容易表现出过度自信。

考虑到这六个替代变量之间可能存在的缺陷以及它们之间的相互影响, 本文采用因子分析法找出发挥主要作用的公共因子。因子分析的KMO系数为0.604, Bartlett 检验的显著性水平为 $p=0.000$, 可以判断适合作因子分析。将因子载荷矩阵进行旋转之后, 得到三个因子作为回归检验中管理者过度自信的替代变量。因子 1 上载荷较大的变量: 男性比例、平均年龄、公司规模; 因子 2 上载荷较大的变量: Roe、受教育程度; 因子 3 上载荷较大的变量: 管理者持股比例。三个因子分别用符号 Conf1、Conf2、Conf3 表示。

2. 公司治理变量

公司治理变量从内部治理和外部治理两个角度进行选取, 主要包括董事会、债权人、政府以及行业竞争强度几个方面。董事会治理选用独立董事比例和董事长与总经理二职兼任情况, 债权治理选用资产负债率指标来度量, 政府对企业的干预选取企业的实际控制人是否为政府作为替代变量。行业竞争强度选取行业平均利润率指标^[23-24]。为了避免因融资成本、税项等因素的影响而对业绩的扭曲, 本文选取行业平均营业利润率而非净利润率。

三、实证结果与分析

(一) 预期投资估计

表 2 报告了预期投资模型(1)的回归结果, 从中可

以发现, 在控制了行业和年度效应以后, 除了年初 Ret 之外, 其余变量的回归系数都与预期符号一致, 并且回归系数显著。调整的 R^2 为 16.2%, 模型具有较好的解释力。

(二) 管理者过度自信与企业过度投资

表 3 是管理者过度自信与企业过度投资的回归结果。第(1)列是过度投资与管理者过度自信三个因子的回归结果, 在(2)~(4)列中, 分别将过度自信的三个因子与过度投资进行回归, 并且加入控制变量, 第(5)列中管理者过度自信的三个因子和控制变量全部进入回归方程, 结果显示无论哪种情况, Conf1、Conf2、Conf3 的系数最起码在 10%的水平上显著为正。说明管理者过度自信程度越高, 企业过度投资越严重。但值得注意的是, Conf2 在因子分析中, 主要表征管理者受教育程度影响, 一般认为, 管理者受教育程度越高, 其自信程度应当越低, 原因在于受教育程度高的管理者会从多方面收集信息, 考虑决策的因素以及后果, 由此弱化其过度自信的行为^[19]。本研究结果与这一结论不符, 这可能是由于管理者受教育程度越高, 越熟悉已有的经验和现存的决策方案, 因此对自己做出准确决策的能力更加自信(见表 3)。

(三) 公司治理对管理者过度自信引起的过度投资的抑制作用

表 4 报告了模型(3)的回归结果, 即检验公司治理的各项因素是否能抑制管理者过度自信引起的企业过度投资行为。从表中可以看出, 除了 $Conf_3$ 以外, 无论哪种情况下, 过度自信因子 $Conf_1$ 、 $Conf_2$ 与过度投资都显著正相关, 再次验证了假设 H1。同时, 第(1)列的结果表明, 过度自信与独立董事比例交互项 $Conf_1 \times Idr$ 、 $Conf_2 \times Idr$ 与过度投资分别在 10%、5%

表 2 预期投资回归结果

变量	预期符合	系数	t 值	P 值	系数	t 值	P 值
Constant	?	-0.232***	-6.645	0.000	-0.196***	-5.056	0.000
Aget-1	-	-0.003***	-7.026	0.000	-0.002***	-4.976	0.000
Cash t-1	+	0.015	1.157	0.247	0.043***	3.138	0.002
Growth t-1	+	0.008***	6.944	0.000	0.008***	6.233	0.000
Lev t-1	-	-0.007***	-2.699	0.007	-0.007**	-2.521	0.012
Ret t-1	+	0.005	-1.480	0.139	0.001	1.532	0.126
Size0	+	0.013***	8.169	0.000	0.010***	6.173	0.000
Inv t-1	+	0.050***	3.820	0.000	0.027**	2.030	0.042
Indu			No			Yes	
Year			No			Yes	
调整的 R^2			0.158			0.162	

表3 管理者过度自信与过度投资回归分析结果

变量	列				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
C	0.079*** (16.229)	0.017*** (3.788)	0.018*** (3.860)	0.017*** (3.681)	0.021*** (4.467)
Conf1	0.032*** (9.475)	0.010*** (3.767)			0.012*** (4.253)
Conf2	0.035*** (10.669)		0.007** (1.979)		0.015** (2.503)
Conf3	0.013*** (3.775)			0.004* (1.736)	0.005** (2.025)
Eps		0.176*** (25.877)	0.180*** (26.414)	0.180*** (26.629)	0.172*** (24.738)
Liqu		0.002* (1.848)	0.002* (1.708)	0.001* (1.677)	0.002** (2.025)
Roe		-0.057*** (-5.188)	-0.081*** (-3.888)	-0.059*** (-5.361)	-0.104*** (-4.843)
CF		0.017*** (5.868)	0.018*** (6.124)	0.018*** (6.140)	0.019*** (6.016)
Indu	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
F	43.729***	182.665***	179.340***	179.453***	143.66***
Adjust-R ²	0.127	0.463	0.459	0.459	0.466

注: ***表示在 1%水平显著, **表示在 5%水平显著, *表示在 10%水平显著; 括号中为 *t* 值。

水平上显著负相关。表明在管理者过度自信的情况下, 独立董事能够抑制管理者过度自信而导致的过度投资, 假设 H2-1 “董事会的独立性越强, 管理者过度自信与过度投资之间的正相关关系越弱。”这一假设得到验证。第(2)列的回归结果显示, 过度自信与董事长兼任总经理交互项的系数为负, $Conf_2 \times Dual$ 的系数显著, 表明董事长与总经理两职分离有利于抑制过度自信管理者的过度投资行为, 假设 H2-2 得到验证。第(3)列中, 过度自信与资产负债率交互项的回归系数为负, 并且 $Conf_1 \times Lev$ 、 $Conf_2 \times Lev$ 的系数显著, 表明债权人对管理者的约束与干预程度越大, 管理者的过度自信程度与过度投资的相关性越弱。从而验证了假设 H2-3。再观察第(4)列过度自信因子与实际控制人是否为政府的交互项, $Conf_1 \times State$ 、 $Conf_2 \times State$ 的系数为负, 尽管与过度投资相关性不显著, 但是 $Conf_3 \times State$ 对过度投资的影响在 10%的水平上显著为负。表明政府干预会一定程度弱化管理者过度自信与过度投资的相关关系, 从而验证了假设 H2-4。第(5)列, 管理者过度自信三个因子与行业平均利润率的交互项与过度投资不存在显著的相关关系, 说明行业竞争强度并不能抑制过度自信管理者的过度

投资行为。这可能是由于在中国的特殊背景下, 资本市场上竞争不完全, 使得管理者对外部治理的重视程度不够, 外部治理未能对管理者的过度自信产生约束, 假设 H2-5 没有得到验证。上述实证结果表明我国董事会的独立性、董事长与总经理两职分离、债权人 and 政府的干预能对管理者过度自信导致的过度投资行为起到抑制作用, 但是外部行业竞争强度的抑制作用不明显。总体上, 假设 H2 “公司治理能抑制管理者过度自信引起的过度投资” 基本得到验证(见表 4)。

四、结论

基于行为财务学的视角, 本文以 2007—2010 年沪深两市上市公司为研究对象, 研究了管理者过度自信对企业过度投资行为的影响, 以及公司治理对它的抑制作用。研究发现: 管理者过度自信与过度投资存在显著的正相关关系; 良好的公司治理机制能抑制管理者过度自信导致的企业过度投资。具体来说, 公司治理因素中的董事会的独立性、董事长与总经理两职分离、债权人和政府的干预能对管理者过度自信导致的

表 4 公司治理对管理者过度自信与企业投资的调节作用

变量	Gov 的替代变量				
	<i>Idr</i> (1)	<i>Dual</i> (2)	<i>Lev</i> (3)	<i>State</i> (4)	<i>Iduprof</i> (5)
C	0.022*** (4.473)	0.022*** (4.499)	0.022*** (4.554)	0.022*** (4.479)	0.020*** (3.428)
Conf1	0.029** (2.013)	0.015* (1.702)	0.027*** (3.267)	0.017*** (4.216)	0.005*** (1.071)
Conf2	0.057*** (2.754)	0.038*** (2.622)	0.025*** (3.014)	0.021** (2.060)	0.015*** (3.130)
Conf3	0.012 (0.634)	0.012 (1.499)	0.011 (1.385)	0.009 (2.963)	0.007** (2.474)
GOV	0.011 (1.532)	0.012 (1.434)	-0.073*** (-4.618)	-0.006 (-1.039)	0.023* (1.848)
Conf1 × Gov	-0.047* (-1.627)	-0.004 (-0.469)	-0.029** (-2.025)	-0.008 (-1.436)	0.105 (1.656)
Conf2 × Gov	-0.118** (-2.106)	-0.020* (1.774)	-0.018* (-1.680)	-0.006 (-1.169)	-0.146 (0.686)
Conf3 × Gov	-0.018 (-0.355)	-0.005 (-0.959)	-0.011 (-0.649)	-0.012* (-1.777)	-0.002 (-0.039)
Eps	0.174*** (24.741)	0.174*** (24.729)	0.169*** (23.640)	0.173*** (24.781)	0.170*** (24.042)
Liqu	0.002** (2.030)	0.002** (2.092)	0.002** (2.272)	0.002** (2.149)	0.002* (1.877)
Roe	-0.110*** (-5.103)	-0.111*** (-5.056)	-0.092*** (-4.019)	-0.113*** (-5.187)	-0.074*** (-3.359)
CF	0.018*** (6.002)	0.018*** (5.908)	0.018*** (5.963)	0.018*** (6.018)	0.019*** (6.581)
Indu	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
F	108.590***	108.080***	108.664***	108.722***	108.292***
Adjust-R ²	0.686	0.686	0.687	0.687	0.686

注: ***表示在 1%水平显著, **表示在 5%水平显著, *表示在 10%水平显著; 括号中为 t 值。

过度投资行为起到抑制作用, 但是行业竞争强度的抑制作用不明显。因此, 建立良好的公司治理机制, 提高治理主体参与企业决策的积极性, 对于解决由于管理者过度自信而引发的非科学决策问题具有重要意义。不同于已有文献, 局限于研究过度自信对企业投资行为的负面影响, 本文更加关注克服过度自信心理偏差、以确保投资决策的科学性这一层面上, 研究公司治理对于管理者过度自信引发的过度投资的抑制作用的研究, 揭示公司治理的“认知纠偏”效应。本文的不足在于, 只检验了董事会治理、债权人与政府干

预、行业竞争强度等治理因素, 未来的研究需进一步考虑其他治理因素的影响。

参考文献:

[1] Landier A, Thesmar D. Financial contracting with optimistic entrepreneurs [J]. Review of Financial Studies, 2009, 22(1): 117-150.
 [2] Russo J E, Schoemaker P J H. Managing overconfidence [J]. Sloan Management Review, 1992, 33(2): 7-17.
 [3] Heaton J B. Managerial optimism and corporate finance [J].

- Financial Management, 2002, 31(2): 33-45.
- [4] Lin Y, Hu S, Chen M. Managerial optimism and corporate investment: Some empirical evidence from Taiwan [J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2005, 13(5): 523-546.
- [5] Malmendier U, Tate G. CEO overconfidence and corporate investment [J]. Journal of Finance, 2005, 60(6): 2661-2700.
- [6] 郝颖, 刘星, 林朝南. 我国上市公司高管人员过度自信与投资决策的实证研究[J]. 中国管理科学, 2005, 13(5): 142-148.
- [7] 姜付秀, 张敏, 陆正飞. 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.
- [8] 叶蓓, 袁建国. 管理者信心、企业投资与企业价值: 基于我国上市公司的经验证据[J]. 中国软科学, 2008(2): 97-108.
- [9] 张敏, 李延喜, 冯宝军. 管理者层级差异、过度自信与公司投资决策[J]. 当代经济管理, 2012, 34(12): 19-25.
- [10] Hayward A, Hambrick C. Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris [J]. Administrative Science Quarterly, 1997, 42(1): 103-127.
- [11] Finkelstein S, D'Aveni R A. CEO duality as a double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command [J]. Academy of Management Journal, 1994, 37(5): 1079-1108.
- [12] Borokhovich K A, Brunarski K R, Harman Y. Firm value and inside ownership: Evidence from the unexpected deaths of senior executives [C]. Presented at the FMA Conference at Chicago, IL (Miami of Ohio), 2005.
- [13] 饶育蕾, 王建新. CEO 过度自信、董事会结构与公司业绩的实证研究[J]. 管理科学, 2010, 23(5): 2-13.
- [14] 檀文, 王海涛, 王凯. 日常消费类上市公司外部治理与公司绩效实证研究[J]. 现代经济探讨, 2011(11): 33-36.
- [15] Richardson S. Over-investment of free cash flow [J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11(2): 159-189.
- [16] Doukas J A, Dimitris Petmezas. Acquisitions, overconfident managers and self-attribution bias [J]. European Financial Management, 2007, 13(3): 531-577.
- [17] Deshmukh S, Fatemi A, Fooladi I J. Complexity of information and trading behavior: The case of dividend increase announcements [J]. Journal of Economic Psychology, 2008, 29(1): 1-18.
- [18] Oliver B R. The Impact of Management Confidence on Capital Structure. 2005, Working Paper www.ssrn.com
- [19] 江伟. 管理者过度自信、融资偏好与公司投资[J]. 财贸研究, 2010(1): 130-137.
- [20] Langer E J, Roth J. Heads I win, tails it's chance: The illusion of control as a function of the sequence of outcomes in a purely chance task [J]. Journal of Personality and Social Psychology, 1975, 32(6): 951-955.
- [21] Forbes D. Are some entrepreneurs more overconfidence than others? [J]. Journal of Business Venturing, 2005, 20(5): 623-640.
- [22] Lichtenstein S, Fischhoff B. Do those who know more also know more about how much they know [J]. Organizational Behavior and Human Performance, 1977, 20(2): 159-183.
- [23] 赵息, 汤志. 中国上市公司治理与公司绩效的实证研究[J]. 西北农林科技大学学报(社会科学版), 2010(10): 72-76.
- [24] 孙进军, 顾乃康. 企业过度投资行为的动因、证据与治理研究综述[J]. 湖南财政经济学院学报, 2012, 28(2): 150-155.

Managerial Overconfidence, Corporate Governance and Firms' Overinvestment

ZHANG Xizhen, ZHANG Xin

(School of Business, Central South University, Changsha 410083, China)

Abstract: From the perspective of behavioral finance, the authors examine the influence of managerial overconfidence on firms' overinvestment using the data of China A-share listed companies from 2007 to 2010, and test the restriction effect of governance mechanisms. The evidence shows that managerial overconfidence is obviously positively correlated with overinvestment, and effective corporate governance mitigates managerial overconfidence and hence reduces the level of overinvestment of listed companies. Specifically, independent board, splitting of CEO and Chairman, and creditor and the government's interference can play the restraining role, while the industry competition can't.

Key Words: managerial overconfidence; illusion of control; corporate governance; overinvestment of enterprises; agency by agreement; cognitive error-correcting effect

[编辑: 汪晓]