

董事会过度自信、CEO 变更与公司经营业绩关系的实证研究

沈艺峰¹ 陈舒予²

(1. 厦门大学管理学院; 2 福建省政府办公厅)

摘要: 以1998~2004年间上海证券交易所和深圳证券交易所发行A股的上市公司中被冠以ST的93家非国有上市公司为研究样本,实证分析董事会过度自信行为对公司经营业绩的影响。经验证据表明,在上市公司经营业绩不好、公司被ST处理的情况下,过度自信的董事会没有及时更换公司CEO,这可能表明这类董事会过高地估计了CEO的经营管理能力给公司所带来的收益,过低地估计了CEO不善的经营管理能力给公司所带来的风险。实证结果说明,诸如过度自信之类的董事会的非理性行为给公司经营业绩带来负面的影响。

关键词: 公司治理; 行为财务; 过度自信; CEO 变更

中图分类号: C93 **文献标识码:** A **文章编号:** 1672-884X(2009)010-1340-07

Empirical Study on Relationship Among Board Overconfidence, CEO Turnover and Corporate Performance

SHEN Yifeng¹ CHEN Shuyu²

(1. Xiamen University, Xiamen, China; 2 Fujian Provincial Government)

Abstract: Using a sample of 93 special treatment non-state-owned listed companies from 1998 to 2004, the paper empirically analyses how board's overconfident behaviors affect corporate performance. The empirical study shows that when the listed companies are specially treated which shows the companies were in finance distress, some overconfident board does not change the CEO in time. This may mean the board overestimates the gain the CEO can bring to the company, but underestimates the risk. The empirical result supports that board's overconfident behaviors have negative influence on corporation performance.

Key words: corporate governance; behavior corporate finance; overconfidence; CEO turnover

1 问题的提出

公司治理普遍被认为是关于股东、董事会和高层管理人员(简称CEO)之间的一种制度安排^[1,2]。在这个制度安排中,董事会被认为是公司治理的核心,其作用在于解决管理者和股东之间的利益冲突,使所有权和控制权分离的代理成本更为经济化。相对于公司控制权市场,董事会提供了一种较低成本的内部控制机制,从而使公众公司成为一种有效的企业组织形式。大量的经验证据表明,董事会的各类特征对公司的经营业绩具有不同的影响。例如,MORCK等^[3]的研究表明,董事会成员持股与公司价值之间存在显著的非单调关系;YERMACK^[4]则证明董事会规模对公司市场价值具有显著负面

影响;ROSENSTEIN等^[5]证实董事会构成与股东财富两者间存在一定的相关关系;KLEIN^[6]的研究同样表明董事会结构会对公司经营业绩表现产生不同程度的影响;VAFEAS^[7]则证明董事会会议频率与公司价值存在一定的负相关关系。

但迄今为止,以上关于股东、董事会和CEO的研究文献都建立在个人完全理性的假设之上。实际上,TVERSKY等^[8]心理学家很早就注意到个人在不确定条件下并非永远都能做出理性的决策。个人非理性的表征之一就是出现过度自信现象。LARWOOD等^[9]最早将过度自信思想从纯粹的心理学实验转向管理学的实验领域。他们的实验表明,管理者的利己偏见会导致他们在制定未来计划时出现过度乐观。之后,

收稿日期: 2008-05-19

基金项目: 国家自然科学基金资助重点项目(70632001)

CAMERER 等^[10]也认为,企业家作为有限理性的决策者出错的原因有二:正确地认识到自己的能力,但错误地估计了竞争对手的能力;虽然正确估计了对手的能力,但过度估计自身企业的成功概率,后者即为过度自信行为。

最近,过度自信思想又被 KE BER^[11]、PAREDES^[12]、GOEL 等^[13]以及 BEN-DAVID 等^[14]应用于公司治理,甚至被看成是“为那类属于管理者-股东的代理问题提供了一种替代的解决方法”^[15]。PAREDES^[12]指出:以往关于公司治理的研究主要关注管理者与股东之间的委托代理问题,但在安然、世通等事件之后,公司治理研究所面临的最大的挑战就是,如何从管理者的激励层面转向更多地考虑人的心理和管理者的实际行为。KE BER^[11]认为,管理者的过度自信会影响公司内的委托代理关系。管理者过度自信的程度越高,道德风险越低,代理成本也就越低。另外,过度自信可以提高管理者的激励合约中的积极作用,促进代理人的努力程度。GOEL 等^[13]指出,虽然管理者一定程度的过度自信有助于减缓公司投资不足的问题,但管理者过分的过度自信仍然会导致公司价值的减少。BEN-DAVID 等^[14]通过对美国公司财务总监的调查后发现,管理者的过度自信与激进的公司政策具有密切的联系,包括激进的投资政策、融资政策、财务报告和管理人员薪酬政策等。

不过,目前的文献主要集中在讨论公司治理中管理者的过度自信问题。除 SHEFRIN^[16]之外,关于董事会层面上过度自信问题的研究尚不多见。其实与 CEO 相同,董事会也属于公司治理结构中的一部分,无论从主观方面还是从客观方面看,董事会都可能存在过度自信的行为。SHEFRIN^[16]把董事会的过度自信定义为,低估了传统的委托代理冲突和引起这些冲突的管理层行为偏差。正如过度自信研究领域的著名学者 MALMENDIER 等^[17]所指出的:“显然,对理性条件的限制, ..., 不仅影响了管理者,而且影响了董事会。”

从主观上来说,在认识上,董事会可能与 CEO 一样存在心理学上所谓的“控制幻觉”,即不适当地认为自己决策的成功概率高于他人或客观条件^[18]。例如, PAREDES^[12]指出,大公司的 CEO 容易自认为一切尽在他们的掌控之中,他们的号召力远胜于其管理能力。董事会亦是如此。在人的心智过程里,人们往往只注重于对某一个方面的看法,然后寻找证据来支持这个看法,而忽视对其不利的证据,因此包括董事

会在内的职业管理者都会出现高估未来收益,低估未来风险的现象^[15]。由于人们习惯于固定在一个价值观或想法上,难以进行充分的调整,必然产生锚定效应。例如, BOROKHOVICH 等^[19]的实证检验表明,以外部董事为主的董事会多倾向于从公司外部挑选继任的 CEO,而内部董事更乐意从公司内部来产生候选人。从生理上说,职业人员对于自身在职业上的成功往往表现得过于欢欣鼓舞,即出现心理学上所谓的人的欣快感(euphoria),从而容易引起其过度自信。例如, MALMENDIER 等^[17]的研究表明,当 CEO 成为行业的职业明星后,他们会索取更高的报酬,同时也乐意出席各类与公司经营无关的公众场合和私下场合,以及频繁地著书立传等。就动机而言,过度自信被看成是人的一个好的表现。例如, GOEL 等^[13]发现,与理性管理者相比,过度自信的管理者获提升为 CEO 的概率最高。反过来说,董事会也更愿意聘任过度自信的 CEO。

从客观上来说,造成董事会过度自信的原因可能包括董事会制度建设的不完善,董事会的行为没有得到相应的约束及董事会缺少独立性等。例如, LIPTON 等^[20]指出,规模太大的董事会不太可能有效地发挥作用,且容易被 CEO 所左右。大量的文献也表明,董事会构成中外部独立董事比例是影响董事会独立性,一定程度上保证股东利益的重要因素,如果外部独立董事比例太低,董事会的独立性和有效性都会受到影响^[21]。另外,有报告指出,董事长和 CEO 的两职合一可能让董事会失去独立性和有效性,董事持股比例不高也可能造成董事会没有激励动机,缺乏对决策后果承担相应的责任^[3,5]。这些客观因素均可能是造成董事会过度自信的外部环境。由于董事会是现代公司治理的核心内容,对公司的经营业绩具有重要的影响,所以,从行为公司财务的角度,在非理性的假设下,了解董事会过度自信行为对公司经营业绩乃至公司治理的影响非常重要。

2 董事会过度自信的衡量方法

从文献上看,衡量过度自信的方法主要有 2 类: MALMENDIER 等^[22]所提出的期权方法。该方法假定,如果一个 CEO 持续性地在某个行权日期后才执行他们个人所持有的公司期权,说明他们太过于相信他们自己具有能够让公司股票价格继续升高的能力,从而希望通过持有公司期权以从预期股票价格的上升中获取

利润。具体来说,MALMEND IER 等^[22]将以下3类CEO 定义为过度自信的管理者:一是在5年任职期间内,所持有期权2次超值达到67%以上却没有执行期权的CEO;二是始终持有期权直到期权最后到期日的CEO;三是任职超过10年,且在过去5年内净买入公司股票年份多于在过去5年内净卖出公司股票年份的CEO。

B LLETT 等^[23]以及DOU KAS 等^[24]所提出的多次收购方法:该方法假定,过度自信的CEO自认为他们在诸如多次收购之类的复杂交易中具有超出别人的能力,所以他们往往低估收购中的风险或高估收购的收益,急于进行类似于多次收购的活动。具体来说,B LLETT 等^[23]将在过去5年内至少收购过2家公众公司的CEO看成是过度自信的CEO;DOU KAS 等^[24]则将在3年内进行过5次或5次以上收购的CEO 归类为过度自信的管理者。由于我国迄今没有开放期权市场,CEO 的股权激励计划也刚刚开始(据统计目前只有中兴通讯等少数几家推出股权激励计划),我国的收购和兼并市场也不完善,多次收购活动不多,因此,以上2个衡量过度自信的方法实际上在我国无法得以运用。为此,本文基于我国证券市场特殊的上市公司特别处理(special treatment, ST)制度,另外设计了如下衡量董事会过度自信的新方法,即在特别处理制度下,将出现如下情况的上市公司董事会定义为过度自信的董事会:公司连续出现净利润为负值或公司每股净资产低于公司

股票面值的2个会计年度,及被特别处理的当年,而CEO 没有出现任何变更的公司董事会;

公司在被追溯调整导致最近2年连续亏损或最近1个会计年度股东权益低于注册资本,在被特别处理当年及之前2年CEO 没有出现任何变更的公司董事会; 公司生产经营活动因经营设施遭受损失、法律诉讼、仲裁或破产案件被特别处理,在被特别处理当年及之前2年CEO 没有出现任何变更的公司董事会。

基于以上分析,提出如下2个基本假设:

假设1 过度自信董事会所在公司的经营业绩差于非过度自信董事会所在公司的经营业绩

假设2 董事会过度自信程度与公司经营业绩之间呈负相关关系。

3 研究设计

3.1 样本的选取

由于“上交所”和“深交所”自1998年才开始实行特别处理制度,因此本研究选取1998~2004年2所发行A股的上市公司中被冠以ST的上市公司为研究样本,全部ST公司共206家。样本表明,206家ST公司中,193家属于财务状况异常,13家属于其他状况异常。考虑到国有上市公司的CEO并非直接由公司董事会进行任免,而是通过特殊的组织制度确定,因此,从样本中删除属于国有资产管理委员会所控制的ST公司。表1给出余下的样本公司被特别处理的原因及年度分布情况。

表1 样本公司被特别处理的原因及年度分布

原 因	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	合计
最近2个会计年度的审计结果显示的净利润均为负值	2	4	4	3	7	12	11	43
最近1个会计年度股东权益低于注册资本,即每股净资产低于股票面值	1	3	1	1	5	3	0	14
最近2个会计年度的审计结果显示的净利润均为负值,且最近1个会计年度每股净资产低于股票面值	0	2	2	7	0	7	0	18
追溯调整导致最近2年连续亏损	0	3	0	0	0	1	0	4
追溯调整导致最近2年连续亏损,最近1个会计年度股东权益低于注册资本	0	2	1	0	0	0	0	3
最近1个会计年度股东权益低于注册资本,被注册会计师出具无法表示意见或否定意见的审计报告	1	1	0	0	0	2	2	6
其他	3	0	0	0	0	1	1	5
合计	7	15	8	11	12	26	14	93

3.2 变量的定义

3.2.1 总经理变更

本文所指的总经理变更指拥有总经理头衔的个人因披露或没有披露出来的原因被撤换掉原有头衔,总经理和董事长之间的相互调任则不属于总经理变更的范畴,这一定义类似于其他学者的通常做法^[21]。据本文统计,上市公司年报中对总经理变更原因的解释大多有如下几种:辞职(被免去或者自动提请)、工作原因(相同词语还包括工作需要、工作调整、工作调

除此之外,还有其他2种衡量过度自信的主观方法:一是所谓的“舆论形象刻画法”,系MALMEND IER 等^[17]所提出,该方法建立在外界对CEO的形象认识上。它的构建方法如下:首先,选定若干著名的财经杂志,从中收集与特定CEO相关的文章,将凡是出现“自信”、“有信心的”、“乐观的”、“乐观主义”、“可靠的”、“谨慎的”、“保守的”、“务实的”、“俭朴的”及“稳定的”之类相关词汇的文章记录下来,其次,根据这些词汇对文章进行整理,将其分为“不自信”和“不乐观”2类,最后据此构建一个哑变量指数。如果CEO经常被用上述词汇来描述,哑变量指数设为1,反之为0。二是BEN DAV D 等^[14]所提出的“调查问卷法”:该方法通过在调查问卷中所设计的特定问题来衡量管理者的过度自信,该问题如下:“下一年度,我预计S&P500的年平均收益率为:少于某一比例的概率为10%;预期收益为某个百分比;高于某一比例的概率为10%。”不过无论是“舆论形象刻画法”,还是“调查问卷法”,其主观成分都很浓。

动等)、个人原因(包括健康原因、年龄原因、病逝)、公司治理的要求(包括换届、到期、落实证监会公司治理要求而实施的董事长与总经理两职分离)、股权变更(包括大股东变更、股权转让、资产重组等)以及未说明等。表2 给出上市公司年报中披露出来的样本公司在被特别处理当年及前2 年总经理变更主要原因的情况统计。

表2 样本公司在年报中披露的总经理变更原因

类型	原因	被ST 前2年	被ST 前1年	被ST 当年	合计
正常 变更	个人原因	0	1	2	3
	公司治理结构变动-两职合一	3	1	2	6
	其他公司治理结构变动	0	0	3	3
	股权变更	1	6	8	15
	小计	4	8	15	27
业绩 不佳	换届选举	2	6	2	10
	免职	2	4	3	9
	工作原因	11	9	16	36
	辞职	7	8	14	29
	未说明	1	2	2	5
	小计	23	29	37	89
合计		27	37	52	116

若总经理因年龄、健康及死亡等个人原因而出现变动,则被认为属于正常范围的变动。在我国,总经理因公司治理和股权变更原因而出现的变动也属于正常变动。但若总经理因其他原因出现变更则归为公司经营业绩不佳。本文采用经营业绩不佳而发生总经理变更的样本作为研究样本,以避免可能发生的样本选择偏差。从表2 可知,93 家样本公司在被ST 当年及前2 年共发生了116 次总经理变更。

3.2.2 董事会过度自信

董事会最重要的职责在于为公司挑选总经理,并在其无法胜任工作时及时地替换,以保证公司股东财富的最大化。本文利用哑变量来度量董事会的这种职能:如果董事会存在本文界定的过度自信取值为1,反之,取值为0。

3.2.3 经营业绩指标的度量

本文选择公司被ST 后1 年的业绩,作为被解释变量,以避免可能出现的公司经营业绩与总经理变更的内生性问题。如何准确衡量公司的经营业绩,学界始终存在争议^[25],由于很多ST 公司样本净资产为负值,使用传统的净资产收益率(ROE)无法准确度量公司的业绩。为此,本文分别采用总资产收益率(ROA)和现金流量净额占主营业务收入比重(RCASH) 2 个指标来度量业绩。由于样本分布于不同年份和

不同行业,为了获得可比较的业绩度量指标,本文将所有样本公司的上述3 个指标分别减去当年行业该指标的中位数后再进行比较。

3.2.4 控制变量

除受董事会过度自信的影响外,公司经营业绩事实上还受到公司财务特征变量所影响。为了正确反映董事会的过度自信对公司经营业绩的边际影响,本文另外加入了反映公司财务特征的控制变量。主流文献均表明,公司的经营业绩同时还可能受到各类董事会特征变量的影响,例如,董事会成员持股^[3]、董事会规模^[4]、董事会构成^[5,6]、董事会会议频率^[7]以及公司股权结构^[25]等,因此公司陷入财务困境的原因也可能是源于公司董事会特征上的差异,而非董事会的过度自信。为了检验这个问题,本文另外在模型1 和模型2 中分别加入董事会规模(BSIZE),独立董事比例(BC)、董事会会议频率(FREQ)、股权制衡(H25) 和第一大股东持股比例(H1) 等衡量董事会特征的变量。

控制变量的符号、定义及相关文献见表3。

表3 控制变量的符号、定义及相关研究

变量分类	变量符号	变量含义	相关研究
公司 特征 变量	LEVERAGE	财务杠杆	DENIS 等 ^[26]
	lnTA	总资产的自然对数	DENIS 等 ^[26]
	ROA _{T-N}	滞后N 期赢余水平,由于ST 公司的特点,本文选择滞后2 期赢余水平,来控制可能存在的赢余惯性	VAFEAS ^[7]
	GROWTH	成长性(过去3 年销售增长率均值)	VAFEAS ^[7]
董事 会 特征 变量	H1	第一大股东持股比例	DEMSETZ 等 ^[25] 、VOLPN ^[27]
	H25	股权制衡,第2 到第5 大股东持股比例的赫芬达尔指数	BENNEDSEN 等 ^[34]
	FREQ	董事会会议次数	LIPTON 等 ^[20]
	BSIZE	董事会规模	LIPTON 等 ^[20] 、JENSEN ^[28] 、YERMACK ^[4]
	LS	总经理与董事长两职分离的哑变量,1 表明两职合一;0 表示两职分离	JENSEN ^[28]
	BC	董事会构成	WEISBACH ^[21]

3.3 检验模型

在文献[3~16]以及MALMENDIER 等^[22]、GERVAIS 等^[15]关于管理者过度自信的文献基础上,本文构建了如下2 个回归方程以检验董事会的过度自信与公司经营业绩之间的关系:

另外2 个业绩指标则是扣减行业当年该指标的平均数,研究结论不受影响。

$$RCA SH_{jt} = \alpha_0 + \beta OC_{jt} + \sum_{j=1}^{11} \beta_j CV_{jt} + \epsilon_{jt}, \quad (1)$$

$$ROA_{jt} = \alpha_0 + \beta OC_{jt} + \sum_{j=1}^{11} \beta_j CV_{jt} + \epsilon_{jt}, \quad (2)$$

式中, OC_{jt} 为衡量董事会过度自信的指标, 在假设 2 里, 原假设为 β (董事会过度自信衡量指标的参数估计值) 等于零; CV 为控制变量。

4 研究结果及讨论

4.1 描述性统计

表 2 给出样本公司在被特别处理当年及前 2 年总经理变更的主要原因。从表 2 可以看出, 在公司被 ST 的当年, 全部 52 起总经理变更中, 因公司经营业绩表现不佳而被变更的为 37 起, 占 71.15%, 属于正常变更的为 15 起, 占 28.85%。从公司被 ST 前 2 年到公司被被 ST 的

当年, 共发生 116 起总经理变更, 其中 89 起因公司经营业绩表现不佳, 占 76.72%, 27 起属正常总经理变更, 占 23.28%。表 4 进一步给出样本公司主要变量的描述性统计数据。

表 4 的数据显示, 从 1998~2004 年“上交所”和“深交所”被 ST 的样本上市公司中, 被 ST 当年的总资产收益率为 -3.943%, 被 ST 前 1 年的总资产收益率为 -0.148%, 被 ST 前 2 年的总资产收益率为 -0.052%, 平均而言, 公司经营业绩逐步恶化。公司平均负债率则高达 78.5%, 最高达到 355.2%。董事会平均由 9.108 名董事所组成, 最多为 18 名, 最少为仅有 5 名, 外部独立董事比例平均为 22.3%, 最高不超过 50%, 最低为零。

表 4 主要变量的描述性统计*

变量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
RCA SH /%	16.963	3.978	22.387	-71.337	157.730
ROA /%	-3.943	-3.106	8.611	-45.745	30.063
OC	0.419	0	0.496	0	1
LS	0.215	0	0.413	0	1
B SIZE	9.108	9	2.370	5	18
BC	0.223	0.30	0.16	0.00	0.50
FREQ	7.482	7	3.228	2	17
H 1	0.325	0.289	0.132	0.116	0.678
H 25	0.023	0.016	0.023	0.000	0.078
TA /亿元	8.951	5.841	9.569	0.605	48.465
LEVERAGE	0.785	0.648	0.566	0.166	3.552
ROA T-1 /%	-0.148	-0.136	0.171	-0.746	0.518
ROA T-2 /%	-0.052	-0.050	0.084	-0.389	0.091
GROW TH /%	-0.631	-0.094	5.034	-48.509	0.685

* 样本数为 93

4.2 简单统计分析

我们按董事会是否存在过度自信把样本分为 2 组, 即过度自信组 (OC) 和非过度自信组 (NOC), 然后采用简单统计分析的方法, 研究不同的样本组之间的业绩是否存在显著的差异。表 5 给出 2 个样本组的业绩比较。从表 5 可

表 5 不同样本组业绩比较表

	ROA		RCA SH		样本量
	均值/%	中值/%	均值/%	中值/%	
NOC	-2.950	-2.2155	20.136	8.363	50
OC	-5.259	-3.6861	-12.759	-3.656	40
T 值	2.758***		2.120**		
Z 值	1.874*		1.749*		

注: * 表示 10% 统计水平上显著, ** 表示 5% 统计水平上显著, *** 表示在 1% 统计水平上显著 (下同)

以发现, 无论哪个样本组, 尽管被 ST 后 1 年的总资产收益率均为负值, 但相比较而言, 董事会过度自信样本组里的公司经营业绩表现更差, 其中 ROA 只有 -5.259%, 董事会非过度自信样本组里的公司经营业绩则为 -2.95%, 在 1% 的统计水平上, 两者之间存在显著的差异 ($t=2.758$)。这种差异在体现盈余质量的现金流指标上同样表现得非常明显, 董事会非过度自信的样本公司经营性现金流与主营业务收入的比值平均为 20.136%, 而董事会过度自信的样本公司则只有 -12.759%, 在 5% 的统计水平上, 两者存在差异 ($t=2.120$)。对 2 个样本组不同业绩指标中位数的比较分析结果同样支持了以上结论。这一结果支持了假设 1, 即过度自信董事会所在公司的经营业绩差于非过度自信董事会所在公司的经营业绩。

4.3 回归分析结果

表6给出了模型1和模型2的多元回归结果。第(1)列、第(2)列为模型1的检验结果,因变量为*RCA SH*,第(3)列、第(4)列为模型2的检验结果,因变量为*ROA*。2个模型的自变量均为董事会过度自信指标(*OC*)。从第(1)列中可以看出,在控制公司财务杠杆、总资产、成长性和*ROA*滞后项等公司财务特征变量的情况下,董事会过度自信指标的符号为-0.148($t=-2.306$),在5%的统计水平上显著。表明董事会过度自信的程度越高,公司经营业绩与主营业务收入的比率越低,或者说公司经营业绩表现更差。从第(3)列模型2的检验结果来看,若以*ROA*来表示公司经营业绩,则董事会过度自信与公司经营业绩之间同样存在显著的负相关关系,两者参数估计值为-0.230($t=-1.951$),在10%的统计水平上显著。以上的实证检验结果表明,董事会过高估计了他们所挑选CEO的经营管理能力给公司所带来的收益,

过低地估计了CEO不善的经营管理能力给公司所带来的风险。换句话说,当上市公司被ST处理,董事会没能及时更换公司的CEO,而是继续保持对所挑选CEO能力的信心,说明董事会表现出一种对自身能力的非理性过度自信,这类过度自信对公司经营业绩产生了显著的负面影响。

从表6还可看出,即使在同时控制公司财务特征变量和董事会特征变量的情况下,无论是以*RCA SH*,还是以*ROA*来衡量公司经营业绩,董事会过度自信的衡量指标仍然显著为负:当因变量取*RCA SH*时,*OC*的参数估计值为-0.959($t=-2.529$);因变量取*ROA*时,*OC*的参数估计值为-0.439($t=-2.043$)。以上数据进一步支持了假设2,即董事会过度自信是影响公司经营业绩的不利因素之一。在完全理性的假设下,既有文献关于董事会作为理性的个人群体能够从股东利益最大化出发,理性地发挥公司治理作用,提高公司经营业绩的研究结果有所偏颇。董事会作为个人群体在不确定条件下并非永远都能做出理性决策,往往会出现非理性行为,其表征之一就是过度自信,而董事会过度自信行为对公司经营业绩乃至公司治理会产生不利的影响。

表6 公司经营业绩与董事会过度自信的回归结果

	<i>RCA SH</i>		<i>ROA</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)
常数	-14.700*** (-2.743)	8.894 (0.400)	2.290 (0.854)	2.286 (0.869)
<i>OC</i>	-0.148** (-2.306)	-0.959*** (-2.529)	-0.230* (-1.951)	(-2.043) -0.439**
<i>ROA</i> _{<i>T</i>-1}	-0.185 (-0.129)	1.683 (0.224)	1.690** (1.967)	1.721* (1.936)
<i>ROA</i> _{<i>T</i>-2}	2.238 (0.774)	-5.370 (-0.480)	1.416 (1.288)	1.799 (1.358)
<i>GROW TH</i>	0.005 (0.117)	-0.171 (-1.073)	-0.002 (-0.075)	0.002 (0.110)
<i>LN TA</i>	0.727*** (2.788)	0.096 (0.089)	-0.111 (-0.854)	-0.140 (-1.098)
<i>LEVER AGE</i>	0.442 (0.996)	-8.765*** (-5.051)	-0.010 (-0.043)	-0.004 (-0.019)
<i>LS</i>		-0.828 (-0.388)		0.448* (1.777)
<i>BSIZE</i>		-0.443 (-1.182)		0.040 (0.895)
<i>BC</i>		2.983 (0.511)		-0.457 (-0.662)
<i>FREQ</i>		0.647** (2.271)		0.028 (0.817)
<i>H1</i>		-22.666*** (-3.136)		1.488* (1.739)
<i>H25</i>		-10.432*** (-2.626)		-1.128 (-0.240)
Adj-R ²	0.102	0.298	0.028	0.012
<i>F</i>	3.621***	3.977***	3.425***	3.087***
<i>D-W</i>	1.995	2.231	1.977	1.914

注:括号中的数字为经WHITE异方差修正后的*t*统计量;4个模型变量的方差膨胀因子(VIF)都没有超过1.4。

4.4 稳健性检验

鉴于国情,国有上市公司经营业绩难以体现出与公司董事会过度自信行为之间的负相关关系。为了进一步说明这个问题,另外选取了1998~2004年“上交所”和“深交所”发行A股的上市公司中被冠以ST的113家国有上市公司为样本,对模型1和模型2进行同样的相关检验。表7给出对国有上市公司样本的多元回归结果。

从表7可以看出,在控制公司财务特征变量和董事会特征变量的情况下,若分别以*RCA SH*或*ROA*来表示国有上市公司的经营业绩,则董事会过度自信与公司经营业绩之间呈现不同的关系:从*RCA SH*来看,董事会过度自信与公司经营业绩之间呈现正相关关系(参数估计值为0.466, $t=0.200$);从*ROA*来看,董事会过度自信与公司经营业绩之间呈现负相关关系(参数估计值为-0.239, $t=-1.126$),但在相关统计水平上,2类关系式的参数估计值均不显著。说明在我国特殊的组织制度背景下,国有上市公司的经营业绩与公司CEO的变更没有显著的关系,也无法体现出董事会是否存在过度自信的行为。

表7 国有ST上市公司经营业绩与董事会过度自信的回归结果

	RCA SH		ROA	
	(1)	(2)	(3)	(4)
常数	- 33.225 (- 1.445)	- 45.046* (- 1.815)	- 0.940 (- 0.211)	0.627 (0.277)
OC	0.373 (0.185)	0.466 (0.200)	- 0.161 (- 0.411)	- 0.239 (- 1.126)
ROA _{T-1}	- 0.031 (- 0.008)	- 0.140 (- 0.903)	0.057 (0.073)	- 0.225 (- 0.537)
ROA _{T-2}	- 35.082*** (- 2.591)	- 3.330*** (- 2.752)	- 1.756 (- 0.671)	0.640 (0.490)
GROW TH	3.361 (0.699)	0.695 (1.262)	0.133 (0.143)	- 0.061 (- 0.126)
LN TA	1.591 (1.460)	0.473** (2.027)	0.044** (2.210)	0.003 (0.028)
LEVERA GE	- 7.941*** (- 3.432)	- 0.546*** (3.449)	- 0.022 (- 0.049)	- 0.165*** (- 2.728)
LS		- 4.351* (- 1.719)		- 0.407* (- 1.761)
B SIZE		- 0.484 (- 0.824)		0.032 (0.590)
BC		- 3.383 (- 0.477)		- 1.724*** (- 2.660)
FREQ		0.323 (0.823)		- 0.032 (- 0.907)
H 1		- 3.973 (- 0.592)		- 0.137 (- 0.224)
H 25		- 19.403 (- 0.550)		- 2.785 (- 0.864)
Adj-R ²	0.209	0.187	0.008	0.023
F	3.475***	3.523***	3.104***	3.150***
D-W	1.850	1.946	2.025	1.821

注: 括号中的数字为经WHITE 异方差修正后的 t 统计量; 4 个模型变量的方差膨胀因子(VIF)都没有超过1.8。

5 结论与政策含义

董事会被广泛认为是公司治理结构中的核心构成部分^[35], 对公司经营业绩产生重要的影响作用。以往关于董事会对公司经营业绩影响的研究大多是建立在董事会理性决策的基础上的, 而没有讨论公司经营业绩是否受到董事会非理性行为, 例如董事会过度自信等行为的影响。在删除了属于国有资产管理委员会所控制的ST 公司后, 本文把上市公司被ST 处理, 而没有及时更换公司CEO 的董事会定义为过度自信的董事会。当公司已经连续3 年出现了业绩不佳, 董事会依然没有替换总经理, 这表明董事会对其已选择的总经理的过度自信, 或者说对自身选择能力的过度自信。本文的经验证据表明, 无论是用总资产收益率(ROA) 还是现金流量净额占主营业务收入比重(RCA SH) 来表示公司的经营业绩, 董事会过度自信与公司经营业绩均存在显著的负相关关系。董事会可能过高地估计了他们所挑选的CEO 的经营管理能力给公司带来的收益, 过低地估计了CEO 不善

的经营管理能力给公司带来的风险, 表现出一种非理性的过度自信。这一结论也印证了MALM END IER 等^[17]的观点。

董事会的过度自信影响公司的经营业绩, 也影响公司治理的效率, 因此如何在董事会制度建设和对董事会决策过程的监督和控制中强调对董事会非理性行为的研究, 从制度性研究转向对人的因素的研究, 从对董事会理性行为的研究转向对董事会非理性行为的研究, 这些都是今后公司治理研究需要重视的问题。

参 考 文 献

- [1] SHLEIFER A, VISHNY R. A Survey of Corporate Governance [J]. Journal of Finance, 1997, 52 (2): 737~ 783
- [2] 李维安. 现代公司治理研究[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2002
- [3] MORCK R, SHLEIFER A, VISHNY R. Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis [J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20: 293~ 315
- [4] YERMACK D. Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors [J]. Journal of Financial Economics, 1996, 40: 185~ 211
- [5] ROSENSTEIN S, WYATT J. Inside Directors, Board Effectiveness, and Shareholder Wealth [J]. Journal of Financial Economics, 1997, 44: 229~ 250
- [6] KLEN A. Firm Performance and Board Committee Structure [J]. Journal of Law and Economics, 1998, 41: 275~ 303
- [7] VAFA SN. Board Meeting Frequency and Firm Performance [J]. Journal of Financial Economics, 1999, 53: 113~ 142
- [8] TVERSKY A, KAHNEMAN D. The Framing of Decisions and the Psychology of Choice [J]. Science, 1981, 211: 453~ 458
- [9] LARWOOD L, WHITAKER W. Managerial Myopia: Self-Serving Biases in Organizational Planning [J]. Journal of Applied Psychology, 1977, 62: 94~ 198
- [10] CAMERER C, LOVALLO D. Overconfidence and Excess Entry: An Experimental Approach [J]. American Economic Review, 1999, 89: 306~ 318
- [11] KEBER K. Managerial Compensation Contracts and Overconfidence [Z]. SSRN, 2002
- [12] PAREDES T. Too Much Pay, Too Much Deference: Is CEO Overconfidence the Product of Corporate Governance? [Z]. SSRN, 2004
- [13] GOEL A, THAKOR A. Overconfidence, CEO Selection, and Corporate Governance [Z]. SSRN, 2005

(下转第1383页)

- [C]//The Japanese Association of Administrative Science, Discussion Paper Series no-2 JAA SDP2007-2E, 1~ 35
- [24] WERBEL J D, DEMARIE S M. Aligning Strategic Human Resource Management and Person-environment Fit [J]. Human Resource Management Review, 2005, 15(4): 247~ 262
- [25] KATZ H C, MELTZ N. Changing Work Practices and Productivity in the Auto Industry: A US-Canada Comparison [C]//Proceedings of the 26th Conference of the Canadian Industrial Relations Association, Quebec, Nordica: University of Laval Press Quebec, 1989: 384~ 396
- [26] 德鲁克 P. 21 世纪的管理挑战[M]. 朱雁斌, 译. 北京: 机械工业出版社, 1999: 96~ 115
- [27] 圣吉 P. 第五项修炼: 学习型组织的艺术与实务[M]. 郭进隆, 译. 上海: 三联书店, 1998
- [28] LEFEBVRE E, LEFEBVRE L, PREFONTA NE L. Technological Learning and Organizational Context: Fit and Performance in SMEs [Z]. CRANO, 1996, 1~ 32
- [29] BARNEY J. Firm Resources and Sustained Competitive Advantage [J]. Journal of Management, 1991, 17(1): 99~ 120
- [30] AUTRY C W, WHEELER A R. Post-hire Human Resource Management Practices and Person-organization Fit: A Study of Blue-collar Employees [J]. Journal of Managerial Issues, 2005, 17 (1): 58~ 75
- [31] 樊耘. 组织文化与组织变革关系的理论研究与实证分析[D]. 西安: 西安交通大学管理学院, 2002
- [32] HOFSTEDE G. Culture's Consequences: Comparing Values, Behaviors, Institutions, and Organizations Across Nations [M]. 2d ed. Thousand Oaks, CA: Sage, 2001
- [33] 魏钧, 张德. 中国传统文化影响下的个人与组织匹配度研究[J]. 管理科学学报, 2006, 9(6): 87~ 96

(编辑 黎秋萍)

通讯作者: 张翼(1974~), 男, 陕西岐山人。西安交通大学(西安市 710049)管理学院博士研究生。研究方向为组织文化与变革管理。Email: zhangyi 633@163.com

(上接第 1346 页)

- [14] BEN-DAVID I, GRAHAM J, HARVEY C. Managerial Overconfidence and Corporate Policies[Z]. SSRN, 2006
- [15] GERVAIS S, HEATON J, ODEAN T. Overconfidence, Investment Policy, and Executive Stock Options[Z]. SSRN, 2003
- [16] SHEFRIN H. Behavioral Corporate Finance: Decisions that Create Value[M]. New York: McGraw-Hill International Edition, 2007.
- [17] MALMENDIER U, TATE G. Superstar CEOs[Z]. SSRN, 2005
- [18] LANGER E. The Illusion of Control[J]. Journal of Personality and Social Psychology, 1975, 3 (2): 311~ 328
- [19] BORKHOVICH K, PARRINO R, TRAPANI T. Outside Directors and CEO Selection[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1996, 31: 337~ 355
- [20] LIPTON M, LORSCH J. A Modest Proposal for Improving Corporate Governance [J]. Business Lawyer, 1992, 48: 59~ 77.
- [21] WEISBACH M. Outside Directors and CEO Turnover[J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20: 431~ 460
- [22] MALMENDIER U, TATE G. CEO Overconfidence and Corporate Investment[J]. Journal of Finance, 2005, 6: 2 661~ 2 700
- [23] BLETTM, QIAN Y. Are Overconfident Managers Born or Made? Evidence of Self-Attribution Bias from Frequent Acquirers[Z]. SSRN, 2006
- [24] DOUKAS J, PETMEZAS D. Acquisitions, Overconfident Managers and Self-Attribution Bias[J]. European Financial Management, 2007, 13(3): 531~ 577.
- [25] DENIS D, KRUSE T. Managerial Discipline and Corporate Restructuring Following Performance Declines[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 55: 391~ 424
- [26] BENNEDSEN M, WOLFENZON D. The Balance of Power in Closely Held Corporations[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58: 113~ 139.
- [27] VOLPIN P. Governance with Poor Investor Protection: Evidence from Top Executive Turnover in Italy [J]. Journal of Financial Economics, 2002, 64: 61~ 90
- [28] JENSEN M. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems[J]. Journal of Finance, 1993, 48: 831~ 880

(编辑 刘继宁)

通讯作者: 沈艺峰(1963~), 男, 福建厦门人。厦门大学(厦门市 361005)管理学院院长, 教授, 博士研究生导师。研究方向为公司财务与资本市场理论。Email: yfshen@xmu.edu.cn