

管理者过度自信异质性 与企业投资行为偏差

刘 柏 王一博

内容提要 本文以2010—2014年A股上市公司为研究对象,系统分析管理者过度自信类型、强弱的异质性对企业投资行为偏差的影响。实证结果发现,管理者结果表现型过度自信有着较高的投资水平,并加强企业投资对现金流的敏感性;管理者强过度自信有着更高的投资水平,但会削弱企业投资对现金流的敏感性。

关键词 行为财务 过度自信异质性 投资行为偏差

刘 柏,吉林大学商学院教授 130012

王一博,吉林大学商学院企业管理硕士研究生 130012

一、理论评述

作为企业最重要的价值体现,投资行为是理论与实务界一贯的研究重点与热点。经典的MM理论认为,在信息完全对称的完美资本市场中,内部融资成本与外部融资成本相等,故投资规模取决于资金成本和投资机会,与现金流无关。融资约束理论与委托代理理论则分别从信息不对称引发的内外部融资成本差异以及委托代理问题入手,认为企业投资对现金流存在敏感性。事实上,国内外学者运用大量的财务数据发现企业投资确实受到现金流的影响。然而上述理论均是以“理性经济人”为前提假设,基于“有限理性”的行为财务理论则为解释企业投资行为提供了新的微观视角:即管理者过度自信。不同的评价方法对过度自信有着不同的衡量角度,而且过度自信的异质性对企业财务决策的影响具有差异。所以,研究管理者过度自信的类型,确定其强弱,然后映射到企业投资行为的偏差,并进一步揭示过度自信的衡量维度,显得意义重大。

心理学家通过实验研究发现人们常常会表现出损失厌恶、心理账户、过度自信等9种心理特征,

本文为国家社会科学基金(项目编号:15BJY156)、教育部人文社会科学基金(项目编号:16YJA790023)、吉林大学哲学社会科学青年学术领袖培育计划(项目编号:2015FRLX16)的阶段性成果。

而过度自信被认为是其中最为稳定的一种(Baker, Ruback & Wurgler, 2007)。Gervais等(2003)将过度自信定义为:认为自身知识的准确性比实际程度更高的一种信念,即对自己的信息赋予的权重大于真实的权重。对于个体的过度自信,主要体现在以下三方面:(1)校准偏差。Alpert & Raiffa(1982)指出人们倾向于高估自身知识水平以及能力的准确精度;(2)好于平均。Taylor & Brown(1988)指出大多数人都认为自己是好于平均的人并且认为自己比别人眼中的自己要好;(3)控制错觉。Miller & Ross(1975)发现当人们期待某一特定的事情发生并当这件事情真的发生的时候,他们往往高估了自己在其中所起到的决定性作用。与一般人相比,公司的管理者或企业家更倾向于表现出过度自信(Cooper, Woo & Dunkelberg, 1988)。当公司管理者面对自身能力评估或富有挑战的任务时,往往会表现出过度自信。他们对投资收益估计过高,却常常容易低估与之相关的风险,在成功时归功于自己的能力,而在失败时却归咎于外部环境等因素。

Roll(1986)提出的“狂妄自大假说”最早将管理者过度自信引入企业投资并用以解释有损企业价值的并购行为。他认为,管理者在对目标公司进行评估时,会将协同效应、公司经营管理不善问题以及自己拥有的私人信息考虑进来,并狂妄自大地相信自己对目标公司的评估比市场更为准确,一旦自己的估值高于市值,他们就会发起兼并或收购,从而产生有损企业价值的投资行为。Heaton(2002)基于一个投资异化模型,最早从理论上通过管理者过度自信将企业投融资决策结合起来,他认为当企业自由现金流充裕时,过度自信的管理者会因高估项目投资收益、低估风险而表现为投资过度,当现金流不足时,过度自信的管理者则会因为高估外部融资成本尤其是股权融资成本而表现为投资不足。Malmendier & Tate(2005)首次利用美国数据对此解释进行了验证,并发现管理者过度自信与企业投资水平呈正相关,并且过度自信会加强投资对现金流的敏感性。Lin等(2005)、郝颖等(2005)分别利用我国台湾和大陆上市公司数据检验管理者过度自信与企业投资水平之间的关系,也得出类似结论。许致维(2013)利用制造业上市公司的财务数据则发现过度自信的管理层在过度投资时对企业自由现金流没有表现出敏感性。Chen等(2014)发现管理者过度自信对研发投入有显著的正向影响,则发现这种由过度自信导致的研发投入增加对企业价值没有任何提高。

就企业投资而言,现有文献虽然将管理者过度自信对财务不同方面的具体影响、路径机制以及相关后果研究得相当透彻,但是甚少关注不同评价方法衡量出的管理者过度自信对企业投资行为的影响可能具有差异。管理者过度自信的现有衡量指标大致可以分成两类:(1)基于影响因素的评价方法,如“相对薪酬”、“个人特征”等(姜付秀等,2009;余明桂等,2013)。该种评价方法属于一种事前预测,表明一种管理者可能出现过度自信的潜在估计和倾向性,因而其局限性在于它所衡量出的管理者过度自信在准确性方面可能难以保障。(2)基于结果表现的评价方法,如“管理者持股变化”、“主流媒体的评价”等(饶育蕾和贾文静,2011;Malmendier & Tate, 2011)。该类方法属于一种事后表征,它依据扭曲的行为结果或了解客观事实的外部评价来判断管理者是否为过度自信。但它也存在一定的局限性,即造成相应的企业扭曲行为或外界评价的原因并不唯一。

这两类评价方法对衡量管理者过度自信有着不同的角度,对企业财务决策有着不同的解释,哪一种方法筛选出的过度自信管理者对企业财务扭曲更加严重,两类方法显现的不同管理者过度自信是否对财务决策影响的程度也是不同的呢?所以基于双维度视角,在研究管理者过度自信对企业投资行为影响的基础上,探讨管理者过度自信类型、强弱的异质性对投资结果偏差的不同影响,能够加深对不同方法衡量出的过度自信管理者的理解,同时也为探索过度自信的来源和衡量标准做出有益的实证尝试。

二、研究假设

1. 管理者过度自信类型与企业投资行为

现有文献已经证实管理者过度自信会影响企业投资行为。过度自信的管理者对投资项目未来的收益估计过高并且常常低估与之相关的风险,他们认为由于信息不对称的存在,外部融资成本尤其是股权融资成本明显高于内部融资成本,因而在企业自由现金流充裕的时候往往会表现出投资过度,但是当内部现金流不足并且认为外部融资成本过高的情况下,他们会表现出投资不足,即过度自信会加强企业投资对现金流的敏感性。

那么基于不同评价方法衡量出的过度自信管理者对企业投资的影响会不同吗?如果不同的话,哪一类的过度自信对企业投资扭曲行为影响更严重呢?正如前文所述,基于影响因素的评价方法使得衡量出的过度自信的管理者存在着双向不确定性,合理有效的评价方法应是建立一个基于多影响因素的指标评价体系;另一方面,建立多影响因素指标评价体系的困难则在于过度自信的影响因素众多且独立影响程度难以考究,同时也需精确定义不同维度的权重。基于结果表现的评价方法则是从管理者行为和外界评价的角度来衡量管理者过度自信。首先,心理学文献已经证实过度自信是人关于自身能力和对所拥有信息准确精度的一种认知偏差,故我们认为过度自信的管理者会出现如“自愿持股”、“盈利预测偏差”以及“频繁并购”的行为结果是合理的;其次,管理者由于过度自信产生的认知水平与客观水平存在偏差这一现象使得外界对其产生类似“过度自信”的评价也令人信服,并且产生上述管理者行为或外界评价的主要原因只能是管理者过度自信,故我们认为与基于影响因素的评价方法相比,基于结果表现的评价方法更为精确。为了方便描述,后文将通过基于影响因素评价方法的管理者称为影响因素型过度自信的管理者,将通过基于结果表现评价方法的管理者称为结果表现型过度自信的管理者。因为过度自信的管理者会加强企业投资对现金流的敏感性并且有着更高的投资水平。基于以上分析,故提出假设1:

H1:与影响因素型过度自信相比,管理者结果表现型过度自信会提高企业投资水平,并加强投资对现金流的敏感性。

2. 管理者过度自信强弱与企业投资行为

在研究管理者过度自信不同类型对企业投资产生不同影响的基础上,本文进一步考虑过度自信评价方法通过情况的不同是否也会对此造成不同影响。具体来说,无论从影响因素的评价方法还是结果表现的评价方法来看,只要通过任一评价方法我们就认为该管理者是过度自信的,只是基于不同的角度可能导致这两种方法衡量出的过度自信准确度有所不同。

如果一个管理者既通过了基于影响因素的评价方法,又通过了基于结果表现的评价方法,说明他过度自信的程度是要高于仅通过其中一种评价方法的管理者过度自信的程度。故将两种评价方法均通过的管理者定义为强过度自信的管理者,仅通过任意一种评价方法的管理者称为弱过度自信的管理者。试图在研究管理者过度自信类型对企业投资行为不同影响的基础上,进一步探索管理者过度自信强弱对企业投资行为又会产生何种影响。首先管理者过度自信会因为内外融资成本差异而加强企业投资对现金流的敏感性,并有着更高的投资水平。进一步地,在考虑到管理者过度自信强弱的差异时,我们认为在需要外源融资时,弱过度自信的管理者会因为外部融资成本尤其是股权融资成本显著过高而被迫放弃投资,表现为投资不足;强过度自信的管理者虽然也会视外部融资成本高于内部融资成本,但是由于他们过分高估自身能力水平以及项目收益并低估相关风险,所以仍会选择通过外源融资继续进行他们选中的盈利项目。也就是说,不论是弱过度自信还是强过度自信的管理者,他们都

会表现出投资对现金流的敏感性,但是与弱过度自信相比,强过度自信的管理者会削弱投资对现金流的敏感性,无论是内源融资还是外源融资,他们均倾向表现出投资过度,即有着更高的投资水平。基于上述分析,本研究提出假设2:

H2:与弱过度自信相比,管理者强过度自信会进一步提高企业投资水平,但会削弱投资对现金流的敏感性。

三、研究设计

1. 样本选取与数据来源

本文选取了我国A股上市公司为研究样本,样本期间为2010年-2014年。根据研究需要,对样本数据做出了如下筛选:(1)剔除ST、ST*公司股票;(2)剔除金融、保险以及房地产行业的上市公司;(3)剔除资不抵债的公司;(4)剔除相关变量数值缺失或异常的数据。最终得到8533个样本,涉及2158家公司。

2. 变量定义

(1)解释变量

在现有管理者过度自信(OC)衡量指标的基础上,为了研究影响因素型过度自信与结果表现型过度自信对企业投资行为的不同影响以及在此基础上进一步研究过度自信强弱对该结果是否会有所改变,需要确定两类评价方法合理的替代变量。考虑到数据的完整性、客观性以及各衡量指标被应用的广泛程度,本文分别选取管理者薪酬以及管理者持股变化作为影响因素型过度自信(OOC)以及结果表现型过度自信(IOC)的替代变量。管理者通过其中任意一种衡量指标即为过度自信的管理者,仅通过一种衡量指标的管理者为弱过度自信的管理者,两种衡量指标均通过的为强过度自信的管理者。

管理者薪酬的衡量借鉴何威风(2011)的方法,构建一个管理者薪酬估算模型,然后用管理者的实际薪酬水平与该模型估算出的预期标准薪酬水平之差,即 $\Delta = PAY - PAY_0$ (PAY 表示管理者的实际薪酬水平, PAY_0 表示估算的管理者预期标准薪酬水平)来衡量管理者的信心状态。因为这种对自身能力的高估被认为将会对管理者在下一会计期间制定的财务决策产生过度自信的影响,故若 $\Delta < 0$,认为管理者在下一期是非过度自信的,若 $\Delta > 0$,则认为管理者在下一期是过度自信的。管理者持股变化的衡量借鉴叶蓓和袁建国(2008)的方法,以管理者自愿持股数量来衡量过度自信,如果当期管理者自愿持股数量大于0则认为管理者是过度自信的。

$OC_t * CF_t / K_{t-1}$,表示管理者过度自信与企业内部现金流的交叉项,用来衡量管理者过度自信是否会加强企业投资对现金流的敏感性。如果该项系数显著为正,则说明当内部现金流充裕时,过度自信的管理者会增加投资水平,当内部现金流不足时,过度自信的管理者会减少投资水平,从而说明管理者过度自信会加强投资对现金流的敏感性。

(2)被解释变量

I_t / K_{t-1} 代表企业投资水平。因为本研究样本中剔除了金融、保险及房地产行业的上市公司,实物投资占绝对支配地位,故此处要研究的企业投资定义为实物投资,用企业当期固定资产净额、工程物资与在建工程净额三项之和的增加值来衡量企业投资水平,为了消除公司规模的影响用期初总资产对其进行标准化。

(3)控制变量

Q_{t-1} 表示企业投资机会,用期初托宾Q衡量。 CF_t / K_{t-1} 表示内部现金流变量,用企业当期经营活动产生的净现金流量衡量内部现金流大小,为了消除公司规模的影响用期初总资产对其进行标准

化。 $CF_T/K_{T-1} * Q_{T-1}$ 为企业内部现金流与投资机交叉项,用来控制投资机会对企业投资与现金流敏感性的影响。除了借鉴学术界已有研究成果,本文选择了一些其他影响企业投资水平变量作为模型的控制变量。 LEV_T 为公司资本结构变量,用总负债与总资产之比即资产负债率表示; $DDSIZE_T$ 为公司治理结构变量,用独立董事占董事会人数的比例来表示; $STATE_T$ 为最终控制人类型变量,如果样本公司为国有企业,则该变量值为1,否则为0。此外,为了控制外界因素对企业投资水平的影响,本文设立了年度虚拟变量和行业虚拟变量。

3. 模型设定

本文参考Malmendier & Tate(2005)基于托宾Q理论提出的投资模型进行检验,即:

$$I_T/K_{T-1} = \beta_0 + \beta_1 Q_{T-1} + \beta_2 CF_T/K_{T-1} + \beta_3 LEV_T + \beta_4 DDSIZE_T + \beta_5 STATE_T + \beta_6 OC_T + \beta_7 CF_T/K_{T-1} * Q_{T-1} + \beta_8 CF_T/K_{T-1} * OC_T + \sum_{i=0}^3 \beta_{9+i} YEAR_i + \sum_{i=1}^{10} \beta_{12+i} IND_i + \varepsilon_T \quad (1)$$

模型中各变量定义见下表。需要说明的是,在实证部分,除总样本外,本文需要对如下4个样本进行回归分析:

表1 变量定义表

变量类型	变量代码	变量名称	变量界定
影响因素型过度自信样本、结果表现型过度自信样本、弱过度自信样本以及过度自信样本。首先将影响因素型过度自信样本和结果表现型过度自信样本带入模型,检验基于不同评价方法衡量	I_T/K_{T-1}	投资水平	期末固定资产净额、工程物资与在建工程净额的增加额与起初总资产之比
解释变量	OC_T	管理者过度自信	总样本:过度自信=1,非过度自信=0 影响因素型过度自信样本:过度自信=1,其它=0 结果表现型过度自信样本:过度自信=1,其它=0 弱过度自信样本: 结果表现型过度自信=1,影响因素型过度自信=0 过度自信样本:强过度自信=1,弱过度自信=0
控制变量	Q_{T-1} CF_T/K_{T-1} LEV_T $DDSIZE_T$ $STATE_T$ $YEAR_i$ IND_i	投资机会 内部现金流 资本结构 公司治理 最终控制人类型 年度虚拟变量 行业虚拟变量	起期初宾Q 期末经营活动产生的净现金流量 与期初总资产之比 总负债/总资产 独董人数/董事会人数 国有=1,非国有=0 当公司属于年度 <i>i</i> 时取值为1,否则为0 当公司属于行业 <i>l</i> 时取值为1,否则为0

出的管理者过度自信对企业投资水平影响是否不同。在此基础上,将弱过度自信样本代入模型,研究与影响因素型过度自信相比,管理者结果表现型过度自信对投资水平和投资对现金流的敏感性又会有何影响,从而对假设1进行验证。进一步地,本文再将过度自信样本带入模型,研究与弱过度自信相比,管理者强过度自信是否会削弱投资对现金流的敏感性,从而有着更高的投资水平,即对假设2进行验证。

四、实证结果及分析

1. 样本的描述性统计

表2列出了关于管理者过度自信这一解释变量三个样本的描述性统计结果。首先,从样本量来看,强过度自信样本数量占总样本数量约15%,弱过度自信样本数量占

表2 样本的描述统计

		总样本		过度自信样本		弱过度自信样本		
		总	过度自信	非过度自信	强过度自信	弱过度自信	影响因素型过度自信	结果表现型过度自信
样本量		8533	5401	3132	1267	4134	3021	1113
公司数量	总	2158	1826	1245	757	1744	1251	687
	上交所	762	582	514	183	572	465	152
	深交所	139699	1244	731	574	1172	786	535
连续五年公司数量	总	0	343	152	5	120	110	2
	上交所	453	143	92	1	63	59	1
	深交所	537	200	60	4	57	51	1

总样本数量约 48%。即过度自信样本数量占比超过一半,但其中大部分为弱过度自信。强过度自信被认为会对企业投资行为扭曲影响更严重,并且考虑到外部监管和内部治理机构如董事会监事会等的存在,管理者强过度自信不会持久,即样本数量远低于弱过度自信的数量。进一步地,在弱过度自信样本中,结果表现型过度自信样本远小于影响因素型过度自信样本。这一结果初步证实基于结果表现型的评价方法衡量出的过度自信准确性要高。

再从公司数量一栏来看,超过四分之三的企业管理者至少有一次表现出过度自信,这与 Geol & Thakor(2008)的观点相类似,即在企业价值最大化的治理目标下,那些过度自信的管理者更容易被提升为 CEO。同时随着管理者过度自信程度的逐渐加强,上交所公司数量占比依次下降,也就是说,就管理者过度自信角度而言,上海证券交易所比深圳证券交易所监管力度更为严格,治理效果更为显著。但是考虑到沪深交易所板块差异,故本文将在表 3 进行进一步分析和解释。

最后一栏表示在样本期五年间连续符合同一竖向指标的公司数量。其结果也与上述样本量分析结果一致,即强过度自信会带来更严重的投融资扭曲行为,考虑到外部监管和内部监督的存在从而管理者强过度自信的持续能力较弱。

依据管理者、管理者过度自信和管理者强过度自信三个递进维度,对上交所和深交所上市公司的所属板块进行了新的描述统计。表 3

表 3 样本的进一步描述统计

			总	过度自信	强过度自信
公司数量	上交所	主板	35.31%	31.87%	24.17%
	深交所	主板	16.77%	16.10%	14.27%
	深交所	主板	25.93%	23.63%	18.82%
		中小板 创业板	48.71% 25.36%	49.11% 27.25%	52.26% 28.91%
连续五年 公司数量	上交所	主板	45.76%	41.69%	20.00%
	深交所	主板	26.26%	24.78%	20.00%
	深交所	主板	48.42%	42.50%	25.00%
		中小板 创业板	46.37% 5.21%	52.00% 5.50%	72.00% 0

的结果充分说明就管理者过度自信而言,上交所监管水平较深交所更为严格。公司数量一栏的后三行表示在总样本、过度自信样本以及强过度自信样本中,随着管理者过度自信程度的加强,主板公司数量在下降,中小板和创业板则均逐步上升,这一结果则说明,相对于主板上市公司的管理者而言,中小板和创业板上市公司的管理者过度自信程度比例更高。

2. 变量的描述性统计分析

由表 4 数据可知,总体上市公司投资水平这一项的均值为 0.07,最大值与最小值分别是 27.38 和 -0.61,标准差为 0.59,即平均来讲企业新增投资额占总资产比例约为 7%,但是最大值与最小值相差较大,说明即使消除了各公司之间的规模差异,不同

表 4 变量描述性统计

变量类型	变量	均值	最大值	最小值	标准差
被解释变量	I_t/K_{t-1}	0.07	27.38	-0.61	0.59
控制变量	Q_{t-1}	2.08	50.79	0.08	1.91
	CF_t/K_{t-1}	0.05	9.50	-1.38	0.19
	LEV_t	0.43	1.00	0.00	0.21
	$DDSIZE_t$	0.37	0.80	0.13	0.06

上市企业对投资的投入力度还是有较大差异,这可能与公司所属行业有关。上市公司期初托宾 Q 这一项的均值为 2.08,表示样本企业的平均市场价值是其重置成本的 2 倍左右,表明从平均效果来看,我国上市公司未来发展前景较好,外界有较高预期。但其最大值为 50.79,最小值为 0.08,标准差为 1.91 则说明虽然我国上市公司整体仍具有较高成长性,但从个体来看,各自发展状况及未来前景差异较大。用资产负债率衡量的资本结构一项的平均值为 0.43,可见样本公司整体负债率不高。用独立董事比例衡量的公司治理一项的平均值 0.37,标准差为 0.06。因为我国证监会规定上市公司董事会成员中独立董事至少应占其中三分之一,并且独立董事的作用在于维护公司整体利益,尤其是保护中小股东利益不受侵害,故这一接近最低要求的独立董事比例平均水平以及较低的离散程度说明从整体上讲我国上市公司在维护中小股东利益方面的主动性较差。

表 5 给出了各变量之间的相关系数。结果表明,企业投资水平与投资机会的相关系数为 0.12,与

经营性现金流的相关系数为0.07,并且与管理者过度自信的相关系数为0.07,均在1%的显著水平上显著相关,这些结果与已有研究结论初步一致。同时,其余变量之间的相关系数结果表明,变量之间不存在严重的多重共线性问题。

3. 回归结果分析

在对假设1和假设2进行验证之前,本文首先要对企业投资水平

和现金流之间是否存在敏感性进行验证,以证实其与现代财务理论和国内外学者的实证结果一致;然后,如果投资水平与现金流之间存在敏感性,则需进一步验证基于信息不对称的融资约束理论及委托代理理论对其能否进行解释;最后我们考察基于行为财务理论的管理者过度自信是否能够对公司投资水平以及投资对现金流的敏感性产生影响。

表6显示了回归结果,模型1和模型2的结果证实了企业投资对内部现金流具有敏感性,并且与企业投资机会相比,内部现金流对投资水平的影响更显著。模型3中用资产负债率衡量的资本结构以及最终控制人类型对企业投资水平都有显著影响,用独立董事比例衡量的公司治理对企业投资水平也有影响,但显著性不是很高,也就是说在我国独立董事制度对缓解代理问题不具有明显作用。用托宾Q衡量的企业投资机会与内部现金流的交叉项系数通过了显著性检验,说明现金流的大小对企业投资水平与投资机会之间的关系产生了影响,也就是说当现金流充裕时,企业会因有较多良好的投资机会而提高投资规模。

接下来,与模型1—模型3回归作对比,本文要考察基于不同评价方法的管理者过度自信是否会对企业投资水平以及投资对现金流的敏感性产生不同影响,故将分别以管理者未预期薪酬以及管理者自愿持股衡量的影响因素型过度自信样本以及结果表现型样本代入模型进行验证,表第五和六列显示了回归结果。由回归结果来看,与投资机会相比,内部现金流对投资水平的影响依旧显著并且其他控制变量对投资水平影响的显著性也都没有发生改变,但是值得注意的是管理者影响因素型过度自信与结果表现型过度自信对企业投资水平以及投资对现金流的敏感性的影响截然相反,这一结果与文献研究结论并不完全一致。基于此,本文进一步将弱过度自信样本以及过度自信样本代入模型,试图研究管理者过度自信类型、强弱的异质性对企业投资行为偏差的不同影响,回归结果见表7。

表5 主要变量相关系数

	I_t/K_{t-1}	Q_{t-1}	CF_t/K_{t-1}	OC_t	LEV_t	$DDSIZE_t$	$STATE_t$
I_t/K_{t-1}	1.00						
Q_{t-1}	0.12***	1.00					
CF_t/K_{t-1}	0.07***	0.07***	1.00				
OC_t	0.07***	0.12***	0.03***	1.00			
LEV_t	-0.07***	-0.58***	-0.10***	-0.10***	1.00		
$DDSIZE_t$	-0.02*	0.03***	-0.02***	-0.00	-0.04***	1.00	
$STATE_t$	0.03***	-0.04***	0.06***	-0.06***	0.07***	-0.00	1.00

表6 管理者过度自信与企业投资水平的回归结果

变量	模型1	模型2	模型3	影响因素型 过度自信	结果表现型 过度自信
常数项	-0.07***	-0.09***	-0.12***	-0.10***	-0.13***
Q_{t-1}	0.01***	0.02**	0.01***	0.01***	0.01***
CF_t/K_{t-1}	2.23***	2.23***	1.01***	0.96***	1.09***
LEV_t			0.12***	0.14***	0.14***
$DDSIZE_t$			0.10	0.09	0.10
$STATE_t$			0.18***	0.18***	0.18***
$CF_t/K_{t-1} * Q_{t-1}$			0.07***	0.07***	0.06***
OC_t				-0.03	0.04***
$CF_t/K_{t-1} * OC_t$				0.08*	-0.32***
$YEAR_t$		控制	控制	控制	控制
IND_t		控制	控制	控制	控制
F值	4483.54	567.25	602.83	549.67	550.13
调整R ²	0.51	0.52	0.59	0.59	0.59

表7 分样本回归结果

变量	弱过度自信样本	过度自信样本
常数项	-0.10***	-0.09***
Q_{t-1}	-0.01***	-0.00
CF_t/K_{t-1}	0.64***	0.87***
LEV_t	0.07***	0.08***
$DDSIZE_t$	0.21***	0.16***
$STATE_t$	0.07***	0.08***
$CF_t/K_{t-1} * Q_{t-1}$	0.10***	0.09***
OC_t	0.02***	0.04***
$CF_t/K_{t-1} * OC_t$	0.74***	-0.80***
$YEAR_t$	控制	控制
IND_t	控制	控制
F值	560.75	625.93
调整R ²	0.75	0.72

值得说明的是,第一,管理者过度自信(OC_T)对企业投资水平(I_T/K_{T-1})的影响是 β_6, β_7 的正负关系到二者呈正相关或是负相关。也就是说,若 β_6 在一定的显著性水平上为正,则在其它变量保持不变的情况下,过度自信的管理者所在企业对应的投资水平更高。第二,在模型4中,内部现金流(CF_T/K_{T-1})对企业投资水平(I_T/K_{T-1})的影响取决于 $\beta_2 + \beta_8 OC_T$, β_2 反映了主效应的大小, β_8 的正负决定了 OC_T 这一调节变量对内部现金流与投资水平二者之间关系的影响是增强还是削弱。由表7第二列弱过度自信样本的回归结果可知: OC_T 项的系数在1%的显著性水平上为正,表明与影响因素型过度自信相比,管理者结果表现型过度自信与企业投资水平正相关,从而在其它影响因素不变的情况下结果表现型过度自信的管理者所在企业的投资水平更高; β_8 在1%的显著性水平上为正,表明与影响因素型过度自信相比,管理者结果表现型过度自信会加强内部现金流对企业投资水平的影响,即加强投资对现金流的敏感性,从而这一实证结果证实了假设1。第三列过度自信样本的回归结果显示: OC_T 项的系数在1%的显著性水平上为正,表明与弱过度自信相比,管理者强过度自信与企业投资水平正相关,也就是说在其他影响因素不变的情况下强过度自信的管理者所在企业的投资水平会进一步提高; β_8 在1%的显著性水平上为负,表明与弱过度自信相比,管理者强过度自信会削弱内部现金流对企业投资水平的影响,即削弱投资对现金流的敏感性,从而证实了假设2。

五、结论与建议

本文用我国2010年-2014年间A股非金融、保险及房地产行业的上市公司数据研究了管理者过度自信类型、强弱的异质性与企业投资行为偏差的关系,具体对总投资水平以及投资对现金流的敏感性方面进行了实证研究。得出如下结论和建议:

(1)理论上,把过度自信评价方法分为结果表现型和影响因素型,体现了管理者行为异质性的来源既有内部动因也有外部干扰,单一因素的衡量方法不能够全面反应管理者决策的有效性。建立双维度的综合衡量标准确实可以甄别管理者过度自信的强弱程度。实证结果所显示的,过度自信的管理者行为偏差及其对投资水平的影响,说明管理者将个人行为偏好与企业投资取向进行了叠加,而现金流的调节作用放大了管理层的投资欲望,所以非理性的管理行为可能直接造成风险的显露。本文所提倡的内外双维度刻画管理者过度自信的偏差强度,能够使非理性行为不易隐藏,强过度自信会削弱投资现金流敏感性足以证明客观财务指标已经无法调节管理者的有限理性行为。也就是说真实的财务数据很难说服过度自信管理者的投资意愿,完全是非理性的主观决策占据了主导地位。

(2)公司治理上,管理者的非理性行为制约了企业的发展,而过度自信的干扰构成了投资偏差的重要来源,充分认知有限理性的管理者为我国上市公司完善投资预警和治理机制提供了帮助。实证表明,基于结果表现型过度自信衡量方法较为准确,故上市公司内部治理机构应对管理者自愿持股行为保持一定警惕,对其采取的投融资决策有一定的监督机制,当注意到管理者由于对现金流的敏感性而表现出投资不足或投资过度的倾向时应及时矫正。另一方面,企业需要对管理者的自信程度充分了解,从弱过度自信到强过度自信的转变是公司缺乏有效治理的体现,同时正确引导过度自信在提升资本配置效率、减少激励成本等方面发挥的积极作用将是提升企业价值的创新举措。

(3)监管上,交易所应对不同板块公司管理者过度自信进行分别监管。从管理者过度自信变量的描述性统计部分可以看到,随着过度自信程度的加强,上交所主板上市公司占比逐次下降,而深交所上市公司主板占比下降幅度较小,非主板上市公司占比却明显上升。这说明与上交所相比,在管理者过度自信方面深交所仍需加大监管力度从而提高治理效果。另外,考虑到不同板块的上市公司在上市条件、盈利模式以及风险承担方面均有所不同,深交所对中小板和创业板的管理者出现过度自信这

一现象需要更深入的研究且保持持续的警惕。

参考文献

1. Baker, M., R.S.Ruback, J.Wurgler. Corporate Finance: A Survey. Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance, 2007, 1(4): 145-183.
2. Gervais S, Heaton J B, Odean T. Overconfidence, Investment Policy and Executive Stock Option. University of Pennsylvania, 2003.
3. Alpert, Marc, Howard Raiffa. A Progress Report on the Training of Probability Assessors. Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. Cambridge: Cambridge University Press, 1982: 294-305.
4. Taylor, Shelley, and Johathon D. Brown. Illusion and well-being: A social psychological perspective on mental health. Psychological Bulletin, 1988,103, 193 - 210.
5. Miller, Dale T., Michael Ross. Self-serving biases in attribution of causality: Fact or fiction?. Psychological Bulletin, 1975, 82, 213 - 225.
6. Cooper, J. A, Woo, C. Y, Dunkelberg, W. C. Entrepreneurs' Perceived Chances for Success. Journal of Business Venturing, 1988, 3(2): 97-108.
7. Roll R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. Journal of Business, 1986, 59:197-216.
8. Heaton J.B. Managerial Optimism and Corporate Finance. Financial Management, 2002, Summer: 33-45.
9. Malmendier U, Tate G.. CEO Overconfidence and Corporate Investment. Journal of Finance, 2005, 60(6):2261-2700.
10. Lin, Y., S.Hu, M.Chen. Managerial Optimism and Corporate Investment: Some Empirical Evidence from Taiwan. Pacific-Basin Finance Journal, 2005, 13(5), 523-546.
11. Chen, Sheng-Syan; Ho, Keng-Yu; Ho, Po-Hsin. CEO Overconfidence and Long-Term Performance Following R&D Increases. Financial Management, 2014, 43(2):245-269.
12. Malmendier U, Tate G, Yan J. Overconfidence and early-life experience: The effect of managerial traits and corporate financial policies. Journal of Finance, 2011, 66(5):1687-1733.
13. Geol Anand M., Thakor Anjan V. Overconfidence, CEO Selection, and Corporate Governance. Journal of Finance, December 2008, 63(6): 2737-2384.
14. 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》,〔北京〕《中国管理科学》2005年第13期。
15. 许致维:《管理者过度自信导致企业过度投资的实证分析——来自中国制造业上市公司2008-2011年的经验证据》,〔北京〕《财经科学》2013年第9期。
16. 姜付秀、张敏、陆正飞、陈才东:《管理者过度自信、企业扩张与财务困境》,〔北京〕《经济研究》2009年第1期。
17. 余明桂、李文贵、潘红波:《管理者过度自信与企业风险承担》,〔北京〕《金融研究》2013年第1期。
18. 饶育蕾、贾文静:《影响CEO过度自信的因素分析》,〔武汉〕《管理学报》2011年第8期。
19. 何威风、刘启亮、刘永丽:《管理者过度自信与企业盈余管理行为研究》,〔北京〕《投资研究》2011年第11期。
20. 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》,〔北京〕《中国软科学》2008年第2期。
21. 支晓强、童盼:《管理层业绩报酬敏感度、内部现金流与企业投资行为——对自由现金流和信息不对称理论的一个检验》,〔北京〕《会计研究》2007年第10期。

〔责任编辑:天 则〕