

# 董事背景多元化抑制董事长过度自信吗?\*

## ——基于企业过度投资的角度

吕兆德<sup>\*1</sup>,徐晓薇<sup>2</sup>

(1. 北京师范大学经济与工商管理学院,北京 100875;

2. 纽约州立大学宾汉姆顿分校,美国 纽约州)

**内容提要:**大量研究表明,管理者过度自信会导致企业过度投资,这种决策偏差降低了企业价值。本文研究了抑制董事长过度自信的两个机制和途径:一是从独立董事比例、董事长与CEO两职分离、董事会规模和管理层持股四个方面分析了公司治理机制对董事长个人过度自信调节的有效性;二是研究了董事会成员个人背景多元化对董事长过度自信的抑制作用。本研究发现,公司治理机制难以降低源于董事长过度自信的过度投资程度,而董事背景多元化则可以明显抑制董事长过度自信导致的过度投资行为。此外,企业产权性质对研究结论具有显著影响,国有控股企业的董事背景多元化对董事长过度自信抑制作用显著,而民营企业董事背景多元化的抑制作用不明显。

**关键词:**过度自信;公司治理;董事背景多元化

**中图分类号:**F272 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2016)04—0060—12

### 一、引言

基于经典财务理论,企业财务决策应当遵循风险收益原则,由管理者做出理性分析和判断。但是,大量研究表明,企业管理者由于自身性格缺陷,往往不会严格遵守传统财务决策原则,从而出现决策偏差。其中,最为典型的认知偏差就是管理者过度自信。

Langer(1975)认为,过度自信是指人们错误地认为自身成功概率高于客观概率,进而高估自己对现实认知的准确程度。在企业日常决策中,过度自信主要表现为管理者将自有信息赋予高于事实的权重水平,并高估自身对现实环境的控制能力和项目收益,低估风险与项目成本。实证研究表明,过度自信是一种普遍存在的心理偏差,而且中国文化中根深蒂固的等级观念还会进一步强化企业高管的过度自信程度(姜付秀等,2009)。

企业管理人员过度自信会使企业决策偏离最

佳方向,导致企业在投融资等方面出现重大失误,对企业价值造成损害。鉴于公司董事长在管理决策中的核心地位,本文将企业管理者限定为董事长。目前,大量文献对过度自信导致的经济后果进行了研究,但是,关于如何防范和降低过度自信,增加企业财务决策理性方面的研究文献相对匮乏。本文的主要贡献在于从两个角度探讨了对董事长个人过度自信的抑制方式:一是比较全面地分析了公司治理机制各个层面对董事长个人过度自信调节的有效性;二是实证检验了董事会成员背景多元化对董事长过度自信的作用。本文研究结果表明,当前普遍存在的公司治理行为未能有效控制董事长过度自信水平,而董事会成员背景多元化因素则对董事长过度自信导致的过度投资具有显著抑制效应。此外,企业产权性质对研究结论具有显著影响,国有控股企业的董事背景多元化对董事长过度自信抑制作用显著,而民营企业董事背景多元化的

收稿日期:2015-10-21

\* 基金项目:国家社会科学基金青年项目“基于盈余波动性的管理者财务决策非理性行为研究”(13CGL036);教育部人文社会科学基金项目“盈余波动性成因及其市场反应研究”(11YJC790132)。

作者简介:吕兆德\*(1974-),男,天津人,副教授,管理学博士,研究领域为公司财务,E-mail:03093@bnu.edu.cn;徐晓薇(1992-),女,山东枣庄人,硕士研究生,研究领域为公司财务,E-mail:xuxiaoweibnu@163.com.\*为通讯作者。

抑制作用不明显。

## 二、理论分析与研究假设

当前,大量研究分析了过度自信对决策者行为偏差的影响,其中,关于过度自信的经济后果中讨论最多是过度投资,国内外许多文献都得到了管理者过度自信与企业过度投资之间存在正向关系的结论(Malmendier & Tate, 2005; 王霞, 2008; 姜付秀等, 2009)。本文认为,可以从公司治理制度和董事会成员背景两方面考虑,采取措施抑制过度自信带来的决策偏差。

### 1. 公司治理与管理层过度自信

已有研究显示,委托代理问题与管理层非理性决策偏差都会损害企业价值。一方面,企业管理层出于自利动机,会产生投资异化,例如 Jensen (1986)认为,那些具有大量自由现金流的企业可能会投资于净现值为负的项目,这将损害股东利益,对此,公司需要设定一系列治理机制来防范管理层道德风险,降低非效率投资;另一方面,过度投资可能并不是源于管理层的自利动机,但这同样会造成决策错误。Milgram (1974)的实验证明,人类具有天生服从权威的倾向,而且忠诚会激发人类的幸福感。基于此, Morck (2008)将个体过度忠诚所导致的社会福利减损视为一种新的代理冲突。在公司治理中,此类问题表现为不论 CEO 决策正确与否,企业内部管理者都完全服从于 CEO,尽管这种服从并没有增加管理者个人利益。可以看出,管理者过度自信的认知缺陷前提并非是自利,甚至做出决策的初衷是为了维护委托人的利益,但是,这导致了管理者的行为偏离了最优决策,产生了损害委托人利益的结果。

以上两种决策偏差的原因具有相互作用。一方面,当前一些通行的治理措施在一定程度上能够防范和缓解过度自信的负面效应,如董事长与总经理的两职分离可以有效改善 CEO 过度自信下的经营业绩(饶育蕾等, 2010);另一方面,在公司治理机制设计中,应把抑制管理层非理性决策作为新的治理目的,专门对管理者个人性格弱点进行测试和分析,设定针对管理层过度自信的制约措施。Keiber (2002)构建的模型显示,过度自信在激励相容薪酬契约设计中是一个需要认真考虑的重要因素,从委托人角度看,如果未来与企业相关的环境状况良好,则管理层的过度自信会增进委托人利益;反之,

则会损害委托人利益。

虽然传统治理机制的设计初衷不是应对管理层非理性决策偏差,但是,一个良好的公司治理机制应当体现出分权、平等和充分表达等特征,使不同意见相互牵制和妥协,这在一定程度上可以减少管理层个人意见极端化,能够防范过度自信产生的不良后果。同时,考虑到公司治理机制的巨大成本,本文认为,应观察现有治理方式对管理者过度自信的抑制作用。从理论上分析,董事会规模、独立董事比例、管理者持股比例以及董事长与总经理两职分离这四个方面对董事长过度自信有可能产生抑制作用。更多的董事可以提供更多的决策意见和建议;独立董事可以被视作特定异议主体,促使董事会做出全面考虑;两职分离可以使得企业决策与执行职能分离更为彻底,在一定程度上抑制董事长个人的非理性决策;管理者持股增多可以降低管理者的极端行为和公司风险。因此,本文提出如下假设:

H<sub>1a</sub>: 独立董事比例越高,董事长过度自信引致的过度投资程度越低。

H<sub>1b</sub>: 董事长与总经理两职分离有助于减少董事长过度自信引致的过度投资。

H<sub>1c</sub>: 董事会规模扩大会抑制董事长过度自信引致的过度投资。

H<sub>1d</sub>: 管理者持股比例越高,越有助于降低董事长过度自信引致的过度投资。

### 2. 董事背景多元化对管理层过度自信的抑制

现代企业的决策机制是董事会集体决策。集体决策可以提高权力制衡关系,多角度分析问题,减少个人决策极端性对企业造成的价值减损。而且,董事会不是按照每个董事所持有或代表的股份比例安排决策权重,而是采用一人一票的决策原则,这可以使每个董事的个人观点得到充分表达,并对决策结果产生影响。但是,任何良好的制度和机制都是人实施和执行的,具有同质化背景的个人,其思维与决策观点会出现趋同的结果,难以产生差异观点并取长补短。因此,董事会成员背景之间的互补性关系有利于提高决策效率,发挥群体决策制衡作用(谢志华等, 2011)。本文基于抑制董事长过度自信的角度,从以下几个维度来测度董事会成员背景:

(1) 董事的内外部性。外部董事与内部董事在对公司经营情况的了解上具有互补性,内部董事熟知企业状况,但对行业与整体经济环境的了解相对

匮乏。在决策中,根据易得性偏差(Tversky & Kahneman, 1974),内部董事会将自身企业历史出现的情况作为普遍事件,赋予更高的信息权重,并以此为基础进行判断。而外部董事虽然对企业自身的日常了解不及内部董事透彻,但更加熟悉企业外部行业与经济环境,决策时的信息考量更为客观全面,在决策中能提供更多外部信息与思维视角,起到积极的咨询作用。而且,外部董事的独立性较高,敢于有效地监督企业管理层,在指出董事长决策偏差时顾忌较少,这不但会降低代理成本,也会减少董事长过度自信导致的行为偏差。

(2)年龄。依据心理学研究,随着年龄增长,个体在记忆、信息加工速度、注意力容量等基本认知能力上出现显著差异。Lauriola & Levin(2001)使用实验法对青年、中年和老年三个年龄组的风险决策进行比较,发现收益条件下青年组愿意承担更大冒险,但损失条件下中年组和老年组的风险承担意愿更高。而过度自信的一个重要特征就是高估收益,低估风险。因此,不同年龄组的混合搭配可以使得董事会决策的风险分析更为充分,降低个人冲动带来的决策失误。

(3)性别。一些研究发现,性别是公司管理人员决策差异的重要因素。男性具有自立、武断、进取、竞争等特点,女性则更文雅、温柔、细致。在过度自信方面,男性显著高于女性,Lundeberg等(1994)发现,男性通常更容易高估自己的能力。Barber & Odean(2001)调查了近四万个家庭账户1991—1997年间的交易情况,发现男性投资者的年均交易量显著高于女性,但其投资收益率却低于女性;Bengtsson等(2005)调查美国一所大学的学生,发现男生普遍比女生有更高的自我评价和目标。因此,鉴于当前董事会中男性占主导地位的特征,可以认为,女性董事比率的提高有助于增加董事会成员背景多样性,降低董事长过度自信带来的损失。

(4)任职时间。企业高管的任期对企业绩效和风险水平都有显著影响。Hambrick & Fukutomi(1991)认为,CEO在其任期内会出现差异明显的五个阶段,在这些阶段中,其关注力、行为模式以及企业业绩会有明显不同,大多数CEO在任期的前期具有雄心壮志,但是,取得一定成绩并站稳脚跟后,随着任期推进,他们会逐渐放松自己;Miller(1991)认为,在CEO任期的后期,他们倾向于回避风险、保持稳定,并对外界环境的变化不敏感。因此,在一个

董事会中,如果董事之间在各自任期上存在差异,则各自的目标追求和风险态度就会有所不同,对企业决策的考虑角度和方式也不完全一致,这可以提升决策的客观性。

(5)学历。学历是一个人受教育的年限,经常被作为个人技能的表征。但是,关于学历与过度自信之间的关系并不清楚。一方面,受教育程度高会促使个体变得稳重、含蓄,对事物的分析更为理性和更有逻辑,抑制个体诸如过度自信等非理性行为;另一方面,受教育程度越高个人,其在教育过程中的成功经历及其在劳动力市场上的高竞争力都会增加个人信心水平,因此,高学历的人拥有更高的自信程度。Landier & Thesmar(2009)研究发现,具有更高教育水平的企业家更为乐观。所以,本文认为,不同学历的董事会成员具有不同的自信水平,这种水平差异会导致相互之间观点协调,降低董事长过度自信水平。

因此,本文提出如下假设:

H<sub>2</sub>:董事背景多元化能够有效抑制董事长个人过度自信引致的过度投资。

### 三、研究设计

#### 1. 样本选择

本文研究样本来自沪、深两市2003—2013年上市公司,数据取自CSMAR与CCER数据库,并对样本做了如下筛选:剔除金融类公司以及研究期间内所需数据缺失或异常的公司。此外,为消除IPO的影响,剔除第一年上市的公司。

#### 2. 变量定义

(1)基于个人特征的董事长过度自信度量。对于过度自信相关问题的研究难点就是对过度自信的度量。作为一种内在心理特征,研究者很难给出一个客观测度。而且,在心理学研究中,普遍采用的问卷调查方法很难应用在针对企业管理者的研究中,因此,研究人员不得不采用一些间接指标来替代直接测量。目前,既有研究普遍使用的管理者过度自信指标主要有:公司盈余预测偏误(Lin, 2005;胡国柳,2013);是否放弃期权行权或持股变化(Malmendier & Tate, 2005;郝颖,2005);管理者相对薪酬(Hayward & Hambrick, 1997;姜付秀等, 2009);外界主流媒体评价(Hayward & Hambrick, 1997);企业景气指数(Oliver, 2005)。

本文认为,上述指标的优点是数据取得便利,

但存在很大噪音,不能精确测量管理者过度自信水平。公司盈利预测偏差容易受到不可控的外部环境变化影响(如遭遇金融危机);管理层继续持有期权或股权可能是为了保持控股权,或受到法规约束而不能减持;高管相对薪酬与企业业绩和内部薪酬文化相关;外界主流媒体评价取决于媒体的偏好;经济景气指数则完全无法区别不同企业管理者之间的过度自信差异。再有,有些指标本身就受到管理者过度自信的影响(如盈余预测、管理者持股、管理者薪酬等),与之相关的分析很难解决互为因果的内生性问题。

近些年的一些研究发现,个人背景特征的异质性对其过度自信程度以及行为决策方式具有较高的解释力。Bertrand & Schoar(2003)的研究结论指出,CEO的年龄和教育背景影响其决策风格,年龄较大的CEO比较保守,而具有MBA学位的管理者更倾向于做出激进的决策;Forbes(2005)的实证结果说明,

过度自信受年龄以及是否是企业创始人等个人因素的影响;江伟(2011)的研究表明,董事长年龄、任职时间、学历和教育背景等个人特征与过度自信水平相关,进而显著影响企业对负债水平的选择;吕兆德等(2016)使用董事会成员个人特征构建了董事会群体过度自信指标,发现股权集中度正向影响其水平。

基于这些研究,本文认为,对董事长过度自信的度量,可以从其个人特征出发来构建测度指标。而且,董事长个人特征的客观性避免了心理测量的主观性以及不确定性,也解决了实证分析中的内生性问题。因此,本文借鉴吕兆德等(2016)的方法,选择了性别、年龄、任期和学历四个个人特征(其定义如表1所示),依据(1)式来构建董事长过度自信(Overconf)的测度:

$$Overconf_{i,t} = w_1 Dgend_{i,t} + w_2 Dage_{i,t} + w_3 Dgegr_{i,t} + w_4 Dtime_{i,t} (\sum_{i=1}^4 w_i = 1) \quad (1)$$

表1 董事长个人特征变量表

变量名	变量定义	计算方法
Dgend	性别	男性取1,女性取0
Dage	年龄	30岁以下取4,30~40岁取3,41~50岁取2,51~60岁取1,60岁以上取0
Dgegr	学历	博士取0,硕士取1,本科取2,大专取3,中专及以下取4
Dtime	任期	1年及以内取4,1年到2年取3,2年到3年取2,3年到4年取1,4年以上取0

资料来源:本文设计整理

本文选择主观赋值法与主成分法分别确定(1)式中四个分变量的权重。其中,主观赋值采用等权重,各个变量权重均设定为1/4;主成分法是将表1中

四个分变量做主成分分析,得到每个变量的主成分方差贡献率,再做归一化处理,取得各个变量的权重系数。主成分法确定的各个变量指标权重如表2所示。

表2 主成分法的指标权重

主成分	系数				累积解释方差	指标权重
	PC1	PC2	PC3	PC4		
Dgend	-0.070	0.954	-0.171	0.234	0.325	$W_1 = 0.244$
Dage	0.693	-0.124	0.000	0.711	0.579	$W_2 = 0.338$
Dgegr	-0.560	-0.056	0.629	0.536	0.822	$W_3 = 0.100$
Dtime	0.449	0.265	0.758	-0.392	1.000	$W_4 = 0.319$

资料来源:本文计算整理

(2)过度投资的计量。本文采用Richardson模型计算每个样本的过度投资数额,该模型表示如下:

$$Invest_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 Growth_{i,t} + \alpha_2 Lev_{i,t} + \alpha_3 Cash_{i,t} + \alpha_4 Iage_{i,t} + \alpha_5 Size_{i,t} +$$

$$\alpha_6 StockRet_{i,t} + \alpha_7 Invest_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t+1} \quad (2)$$

依据该模型,将每个样本在各个期间得到的残差作为企业投资异化的数据,由于本文针对的是过度投资问题,因此,将负残差样本剔除,保留正残差

样本用于下文的分析。Richardson 模型的相关变量 定义如表 3 所示：

表 3 Richardson 模型变量

变量名	变量定义	计算方法
<i>Invest</i>	新增投资	$t + 1$ 年(长期股权投资、持有至到期投资、可供出售金融资产、固定资产、在建工程、工程物资、无形资产和投资性房地产合计)与 $t$ 年的改变量合计/平均总资产
<i>Growth</i>	企业成长率	Tobin Q = $t$ 年末的[(每股价格 × 流通股份数 + 每股净资产 × 非流通股份数 + 负债账面价值)/总资产]
<i>Lev</i>	财务杠杆	$t$ 年末资产负债率( $t$ 年末负债总额/资产总额)
<i>Cash</i>	现金持有量	$t$ 年末(货币资金 + 短期投资 + 交易性金融资产)的对数
<i>Iage</i>	上市年限	至 $t$ 年末,公司上市年限
<i>Size</i>	公司规模	$t$ 年末,公司总资产的对数
<i>StockRet</i>	股票收益率	$t$ 年的股票收益率
<i>Year</i>	年度控制变量	$n$ 年数据,设置 $n - 1$ 个哑变量
<i>Industry</i>	行业控制变量	按照证监会行业分类,共 19 个行业,设置 18 个哑变量

资料来源:本文设计整理

(3)董事会成员背景多元化指标。按照前文所述,本文选择了董事会每个成员<sup>①</sup>的内外部性(*In-out*)、年龄(*Age*)、性别(*Gend*)、任职时间(*Time*)和学历(*Gegr*)这五个特征来构建董事会成员背景多元化指标(*Mstruc*),具体指标定义如表 4 所示。然后,

分别计算每个特征变量的离散系数(*CV*),再求和作为董事会成员背景多元化测度,具体表示为式(3),该指标越大,说明董事会成员背景多元化程度越高。

$$Mstruc = CV_{Inout} + CV_{Age} + CV_{Gend} + CV_{Time} + CV_{Gegr} \quad (3)$$

表 4 董事会成员背景特征变量

变量名	变量定义	计算方法
<i>Inout</i>	内外部性	独立董事为外部董事,赋值为 1,其余董事为内部董事,赋值为 0
<i>Gend</i>	性别	男性取 1,女性取 0
<i>Age</i>	年龄	董事的实际年龄
<i>Gegr</i>	学历	博士取 0,硕士取 1,本科取 2,大专取 3,中专及以下取 4
<i>Time</i>	任期	董事的实际任职年限

资料来源:本文设计整理

### 3. 模型设定

过度投资作为一种普遍的企业投资异化行为,不仅受董事长过度自信影响,还是公司自身特征与

治理机制的函数。根据 Jensen (1986)、Richardson (2006)、姜付秀等(2009)和刘凤委等(2013)的研究,本文设定如表 5 所示的控制变量。

表 5 控制变量表

	变量名	变量定义	计算方法
公司特征变量	<i>Growth</i>	营业收入增长率	$(t$ 年营业收入 - $(t - 1)$ 年营业收入) / $(t - 1)$ 年营业收入
	<i>Flow</i>	现金流量	$t$ 年[(净利润 + 利息费用 + 非现金支出) - 营运资本追加 - 资本性支出]的对数
	<i>Profit</i>	净资产收益率	$t$ 年净利润/股东权益余额
	<i>Concent</i>	股权集中度	$t$ 年末前三大股东持股比例之和

<sup>①</sup>董事会成员背景多元化指标的计算中不包括董事长个人特征数据,这样处理的原因是减少信息重叠,避免该多元化指标与董事长过度自信这两个解释变量之间的共线性问题。

	变量名	变量定义	计算方法
公司治理变量	<i>Independ</i>	独董比例	<i>t</i> 年末独立董事人数/公司董事总人数
	<i>Two</i>	两职分离	董事长与总经理为同一人取1;不为同一人取0
	<i>Msize</i>	董事会规模	公司董事总人数
	<i>Share</i>	高管持股比例	<i>t</i> 年末管理者持股数量/股本总数
	<i>Year</i>	年度控制变量	11 年数据,设置 10 个虚拟变量
	<i>Industry</i>	行业控制变量	按照证监会 2012 版行业分类,共 19 个行业,设置 18 个虚拟变量

资料来源:本文设计整理

首先,设定过度投资与董事长过度自信及控制变量之间的基本模型:

$$\begin{aligned}
 Overinvst_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Overconf_{i,t} + \beta_2 Growth_{i,t} + \\
 & \beta_3 Flow_{i,t} + \beta_4 Profit_{i,t} + \beta_5 Concent_{i,t} + \\
 & \beta_6 Independ_{i,t} + \beta_7 Two_{i,t} + \beta_8 Msize_{i,t} + \\
 & \beta_9 Share_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \\
 & \varepsilon_{i,t} \quad (4)
 \end{aligned}$$

为检验假设 H<sub>1</sub> 中公司治理对董事长过度自信引致的过度投资的影响,本文在上述基本模型式中分别加入独立董事比例、两职分离、董事会规模以及管理者持股比例与过度自信的交叉项,建立(5)式~(8)式。

$$\begin{aligned}
 Overinvst_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Overconf_{i,t} + \beta_2 Growth_{i,t} + \\
 & \beta_3 Flow_{i,t} + \beta_4 Profit_{i,t} + \beta_5 Concent_{i,t} + \\
 & \beta_6 Independ_{i,t} + \beta_7 Two_{i,t} + \beta_8 Msize_{i,t} + \\
 & \beta_9 Share_{i,t} + \beta_{10} Overconf_{i,t} \times Independ_{i,t} + \\
 & \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (5)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 Overinvst_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Overconf_{i,t} + \beta_2 Growth_{i,t} + \\
 & \beta_3 Flow_{i,t} + \beta_4 Profit_{i,t} + \beta_5 Concent_{i,t} + \\
 & \beta_6 Independ_{i,t} + \beta_7 Two_{i,t} + \beta_8 Msize_{i,t} + \\
 & \beta_9 Share_{i,t} + \beta_{10} Overconf_{i,t} \times Two_{i,t} + \\
 & \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (6)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 Overinvst_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Overconf_{i,t} + \beta_2 Growth_{i,t} + \\
 & \beta_3 Flow_{i,t} + \beta_4 Profit_{i,t} + \beta_5 Concent_{i,t} +
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 & \beta_6 Independ_{i,t} + \beta_7 Two_{i,t} + \beta_8 Msize_{i,t} + \\
 & \beta_9 Share_{i,t} + \beta_{10} Overconf_{i,t} \times Msize_{i,t} + \\
 & \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (7)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 Overinvst_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Overconf_{i,t} + \beta_2 Growth_{i,t} + \\
 & \beta_3 Flow_{i,t} + \beta_4 Profit_{i,t} + \beta_5 Concent_{i,t} + \\
 & \beta_6 Independ_{i,t} + \beta_7 Two_{i,t} + \beta_8 Msize_{i,t} + \\
 & \beta_9 Share_{i,t} + \beta_{10} Overconf_{i,t} \times Share_{i,t} + \\
 & \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (8)
 \end{aligned}$$

为了验证假设 H<sub>2</sub> 中董事会成员背景多元化对董事长个人过度自信的抑制作用,在模型(4)式的基础上加入董事背景多元化变量 (*Mstruc*) 以及该变量与董事长过度自信的交叉项,得到(9)式:

$$\begin{aligned}
 Overinvst_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Overconf_{i,t} + \beta_2 Growth_{i,t} + \\
 & \beta_3 Flow_{i,t} + \beta_4 Profit_{i,t} + \beta_5 Concent_{i,t} + \\
 & \beta_6 Independ_{i,t} + \beta_7 Two_{i,t} + \beta_8 Msize_{i,t} + \\
 & \beta_9 Share_{i,t} + \beta_{10} Mstruc_{i,t} + \beta_{11} Overconf_{i,t} \times \\
 & Mstruc_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (9)
 \end{aligned}$$

#### 四、实证结果

##### 1. 描述性统计

通过上述(2)式与(3)式的计算,得到了企业年度过度投资以及董事背景多元化指标,对应的描述性统计结果如表 6 所示。

表 6 年度过度投资指标

年份	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
样本量	431	230	183	215	235	191	282	261	357	529	529
过度投资	均值	0.095	0.109	0.088	0.100	0.131	0.105	0.089	0.102	0.094	0.072
	标准差	0.104	0.123	0.103	0.119	0.169	0.166	0.117	0.158	0.140	0.113
	最小值	0.000	0.000	0.001	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
	最大值	1.080	0.723	0.612	0.975	1.060	1.370	0.849	1.301	1.085	1.644
	中位数	0.063	0.073	0.055	0.067	0.072	0.066	0.048	0.054	0.055	0.046

年份	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	
董事背景多元化	均值	2.117	1.993	1.994	1.969	1.966	1.918	1.916	1.884	1.898	2.235	2.312
	标准差	0.593	0.510	0.489	0.519	0.476	0.465	0.435	0.444	0.439	0.451	0.459
	最小值	1.051	1.048	1.042	1.151	1.022	1.133	1.121	1.118	1.116	1.112	1.045
	最大值	4.025	3.580	3.623	3.703	3.566	3.517	4.057	4.093	4.017	5.097	4.460
	中位数	2.054	1.954	1.944	1.905	1.931	1.838	1.881	1.797	1.843	2.211	2.303

资料来源:本文计算整理

从过度投资的各年均值看,2007年达到最高,这与当时中国经济繁荣、企业经营业绩高涨有关,在良好的预期下,上市公司加大了自己当年的投资数额。董事背景多元化的均值及标准差都显示出在2003—2011年逐步下降的趋势,说明董事会成员间个人特征差异下降,且上市公司董事会成员背景整体同质化水平上升。但是,从2012年开始,均值

与标准差都开始反转上升,而且最大值和中位数都较以往年度增加较多,而最小值却没有显著增加,可能的原因是从2012年后上市的公司,其董事背景多元化水平比以前年度提升所致。

### 2. 变量相关性分析

对模型(4)的各个解释变量计算了 Pearson 相关系数,结果如表7所示。

表7 模型解释变量相关性分析

变量名	<i>Overconf</i>	<i>Growth</i>	<i>Flow</i>	<i>Profit</i>	<i>Concent</i>	<i>Independ</i>	<i>Two</i>	<i>Msize</i>	<i>Share</i>
<i>Overconf</i>	1.000								
<i>Growth</i>	0.008	1.000							
<i>Flow</i>	-0.014	-0.0143	1.000						
<i>Profit</i>	0.002	0.023	0.005	1.000					
<i>Concent</i>	0.010	0.031	0.017	0.046***	1.000				
<i>Independ</i>	-0.124***	0.014	-0.000	-0.018	-0.004	1.000			
<i>Two</i>	-0.089***	-0.0113	0.039***	-0.022	-0.038**	0.115***	1.000		
<i>Msize</i>	0.070***	-0.0227	-0.034**	0.003	0.057***	-0.339***	-0.134***	1.000	
<i>Share</i>	-0.242***	-0.024	0.040*	-0.011	-0.018	0.147***	0.213***	-0.183***	1.000

注:本表中过度投资(*Overconf*)指标权重由董事长个人特征主成分法得到,采用主观赋权计算的过度投资指标与其他变量间的相关性与此基本一致;\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%水平下显著

资料来源:本文计算整理

表7显示,各个变量间的相关系数绝对值最大为0.242,说明解释变量之间的相关性不高。平均 VIF 值为2.20,说明各变量之间不存在严重的共线性。

分别将董事长过度自信指标的四个分量按照主观赋值和主成分法赋值,计算得到过度自信水平。以此对(4)式~(8)式与(9)式分别进行回归,得到的回归结果如表8和表9所示。

### 3. 回归结果

表8 公司治理对董事长过度自信的抑制作用

变量	(4)式		(5)式		(6)式		(7)式		(8)式	
	主观赋值	主成分法	主观赋值	主成分法	主观赋值	主成分法	主观赋值	主成分法	主观赋值	主成分法
<i>Overconf</i>	0.024*** (4.24)	0.022*** (4.48)	0.066** (2.12)	0.038 (1.47)	0.027*** (4.47)	0.025*** (4.70)	0.001 (0.04)	0.004 (0.21)	0.027*** (4.53)	0.025*** (4.79)
<i>Growth</i>	0.002*** (8.97)	0.002*** (8.94)	0.002*** (8.97)	0.002*** (8.94)	0.002*** (8.98)	0.002*** (8.95)	0.002*** (8.97)	0.002*** (8.95)	0.002*** (8.94)	0.002*** (8.91)
<i>Flow</i>	0.000 (0.66)	0.000 (0.65)	0.000 (0.64)	0.000 (0.64)	0.000 (0.65)	0.000 (0.64)	0.000 (0.64)	0.000 (0.63)	0.000 (0.59)	0.000 (0.58)
<i>Profit</i>	0.006 (0.86)	0.006 (0.83)	0.006 (0.84)	0.006 (0.81)	0.006 (0.81)	0.005 (0.77)	0.006 (0.85)	0.006 (0.80)	0.006 (0.87)	0.006 (0.83)
<i>Concent</i>	0.066*** (4.42)	0.065*** (4.40)	0.065*** (4.40)	0.065*** (4.39)	0.066*** (4.45)	0.066*** (4.43)	0.066*** (4.46)	0.065*** (4.42)	0.066*** (4.48)	0.066*** (4.46)
<i>Independ</i>	0.060 (1.37)	0.059 (1.34)	0.238* (1.73)	0.130 (1.08)	0.060 (1.36)	0.059 (1.34)	0.058 (1.32)	0.057 (1.29)	0.060 (1.35)	0.058 (1.31)

变量	(4)式		(5)式		(6)式		(7)式		(8)式	
	主观赋值	主成分法	主观赋值	主成分法	主观赋值	主成分法	主观赋值	主成分法	主观赋值	主成分法
<i>Two</i>	-0.011* (-1.91)	-0.011* (-1.90)	-0.011* (-1.91)	-0.011* (-1.90)	0.014 (0.76)	0.010 (0.64)	-0.011* (-1.92)	-0.011* (-1.90)	-0.011* (-1.92)	-0.011* (-1.86)
<i>Msize</i>	-0.003** (-2.20)	-0.003** (-2.18)	-0.003** (-2.18)	-0.003** (-2.16)	-0.003** (-2.19)	-0.003** (-2.18)	-0.007 (-1.65)	-0.006 (-1.63)	-0.003** (-2.19)	-0.003** (-2.17)
<i>Share</i>	-0.022 (-1.34)	-0.019 (-1.17)	-0.022 (-1.38)	-0.019 (-1.20)	-0.023 (-1.42)	-0.020 (-1.23)	-0.023 (-1.41)	-0.020 (-1.23)	0.047 (1.02)	0.041 (1.06)
<i>Independ</i> × <i>Overconf</i>	-	-	-0.114 (-1.36)	-0.044 (-0.63)	-	-	-	-	-	-
<i>Two</i> × <i>Overconf</i>	-	-	-	-	-0.016 (-1.43)	-0.014 (-1.44)	-	-	-	-
<i>Msize</i> × <i>Overconf</i>	-	-	-	-	-	-	0.003 (1.04)	0.002 (0.94)	-	-
<i>Share</i> × <i>Overconf</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.051 (-1.59)	-0.045* (-1.71)
<i>F</i> 值	9.70***	9.76***	9.48***	9.50***	9.48***	9.55***	9.45***	9.51***	9.50***	9.57***
<i>Adjust R</i> <sup>2</sup>	0.078	0.079	0.079	0.079	0.079	0.079	0.078	0.079	0.079	0.079

注:括号中为回归系数的 *t* 检验值;\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10% 水平下显著

资料来源:本文计算整理

表 9 董事背景多元化对董事长过度自信的抑制作用

变量	(4)式		(9)式	
	主观赋值	主成分法	主观赋值	主成分法
<i>Overconf</i>	0.024*** (4.24)	0.022*** (4.48)	0.057*** (4.18)	0.044*** (3.84)
<i>Growth</i>	0.002*** (8.97)	0.002*** (8.94)	0.002*** (8.94)	0.002*** (8.92)
<i>Flow</i>	0.000 (0.66)	0.000 (0.65)	0.000 (0.73)	0.000 (0.7)
<i>Profit</i>	0.006 (0.86)	0.006 (0.83)	0.005 (0.78)	0.005 (0.74)
<i>Concent</i>	0.066*** (4.42)	0.065*** (4.40)	0.064*** (4.33)	0.064*** (4.3)
<i>Independ</i>	0.060 (1.37)	0.059 (1.34)	0.059 (1.33)	0.057 (1.29)
<i>Two</i>	-0.011* (-1.91)	-0.011* (-1.90)	-0.011* (-1.92)	-0.011* (-1.89)
<i>Msize</i>	-0.003** (-2.20)	-0.003** (-2.18)	-0.003** (-2.17)	-0.003** (-2.18)
<i>Share</i>	-0.022 (-1.34)	-0.019 (-1.17)	-0.021 (-1.29)	-0.019 (-1.18)
<i>Mstruc</i>	-	-	0.128** (2.12)	0.089* (1.74)
<i>Mstruc</i> × <i>Overconf</i>	-	-	-0.092*** (-2.59)	-0.063** (-2.13)
常数项	0.012 (0.39)	0.014 (0.48)	-0.033 (-0.89)	-0.014 (-0.41)
<i>F</i> 值	9.70***	9.76***	9.41***	9.38***
<i>Adjust R</i> <sup>2</sup>	0.078	0.079	0.080	0.080

注:括号中为回归系数的 *t* 检验值;\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10% 水平下显著

资料来源:本文计算整理

从表 8 和表 9 的结果可以看出,无论是采用主观赋值下的过度自信测度,还是主成分法下的过度自信测度,每个模型的解释变量回归系数都具有非常近似的结果,说明该结果具有较好的稳健性。

(4)式的回归结果说明,在不加入公司治理与董事背景多元化指标前,董事长过度自信对企业过度投资具有显著的正向作用,这与以前研究者的结论一致。控制变量中,过度投资受到“营业收入增长率”“股权集中度”“两职分离”和“董事会规模”的显著影响。其中,董事长与 CEO 的两职分离降低了企业过度投资。同时,董事会规模越大,企业过度投资水平越低;而“营业收入增长率”及“股权集中度”具有显著正向作用,说明公司营业收入增长越快、前三大股东持股比例越高,公司过度投资水平越高。可以看出,在降低企业总体过度投资方面,公司治理具有一定的作用。但是,(5)式~(8)式的回归结果显示,“独董比例”“两职分离”“董事会规模”与“高管持股比率”分别与董事长过度自信构建的交叉项回归系数均不显著,这说明,公司治理机制未能有效控制董事长过度自信引致的过度投资行为,假设  $H_{1a}$ ~假设  $H_{1d}$  没有得到验证。

(9)式的回归结果显示,“董事背景多元化”指标与董事长过度自信构建的交叉项回归系数显著为负,检验结果验证了假设  $H_2$ ,董事会成员背景的多元互补能够有效抑制董事长个人过度自信引致的过度投资,董事会起到了集体决策制衡的作用。



#### 4. 基于产权角度的董事背景多元化抑制作用分析

虽然,本文的总样本验证了董事背景多元化对董事长过度自信的抑制作用,但是,国有控股企业与民营控股的企业在高管利益动机和企业内部治理方面都存在差异,企业内部决策文化氛围也显著不同。而且,国有企业董事长多由政府相关部门任命,董事长本人一般不拥有或较少拥有公司股权,而民营控股企业董事长多是公司大股东。这些差异是否会影响董事背景多元化对董事长过度自信的抑制作用?对此,本文再将过度投资的总样本按照产权性质划分为国有控股企业与民营控股企业两个子样本,分别对(4)式与(9)式进行检验,结果如表10、表11所示。

**表 10 国有企业董事背景多元化对董事长过度自信的抑制作用**

变量	(4)式		(9)式	
	主观赋值	主成分法	主观赋值	主成分法
<i>Overconf</i>	0.034*** (3.89)	0.028*** (3.75)	0.074*** (3.25)	0.056*** (2.91)
<i>Growth</i>	0.007*** (7.12)	0.007*** (7.12)	0.007*** (6.96)	0.007*** (6.97)
<i>Flow</i>	0.000 (0.05)	0.000 (0.09)	0.000 (0.07)	0.000 (0.11)
<i>Profit</i>	0.015 (1.15)	0.015 (1.12)	0.016 (1.24)	0.016 (1.22)
<i>Concent</i>	0.087*** (3.82)	0.085*** (3.76)	0.084*** (3.70)	0.083*** (3.65)
<i>Independ</i>	0.047 (0.69)	0.042 (0.61)	0.041 (0.60)	0.035 (0.51)
<i>Two</i>	-0.012 (-1.13)	-0.012 (-1.08)	-0.013 (-1.20)	-0.012 (-1.14)
<i>Msize</i>	-0.002 (-1.21)	-0.002 (-1.17)	-0.002 (-1.19)	-0.002 (-1.18)
<i>Share</i>	0.142 (0.67)	0.134 (0.63)	0.149 (0.70)	0.143 (0.68)
<i>Mstruc</i>	-	-	0.167 (1.49)	0.123 (1.23)
<i>Mstruc</i> <i>× Overconf</i>	-	-	-0.120*** (-2.86)	-0.088*** (-2.59)
常数项	-0.023 (-0.5)	-0.012 (-0.27)	-0.073 (-1.2)	-0.046 (-0.82)
<i>F</i> 值	6.08***	6.04***	5.89***	5.81***
<i>Adjust R2</i>	0.084	0.083	0.086	0.084

注:括号中为回归系数的 *t* 检验值;\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10% 水平下显著

资料来源:本文计算整理

**表 11 民营控股企业董事背景多元化对董事长过度自信的抑制作用**

变量	(4)式		(9)式	
	主观赋值	主成分法	主观赋值	主成分法
<i>Overconf</i>	0.013* (1.81)	0.016** (2.37)	0.028 (1.64)	0.023 (1.58)
<i>Growth</i>	0.002*** (8.22)	0.002*** (8.17)	0.002*** (8.22)	0.002*** (8.17)
<i>Flow</i>	0.001 (1.23)	0.001 (1.20)	0.001 (1.26)	0.001 (1.21)
<i>Profit</i>	0.003 (0.39)	0.003 (0.33)	0.002 (0.30)	0.002 (0.27)
<i>Concent</i>	0.041** (2.07)	0.042** (2.11)	0.040** (2.02)	0.041** (2.05)
<i>Independ</i>	0.064 (1.12)	0.066 (1.15)	0.065 (1.13)	0.066 (1.15)
<i>Two</i>	-0.012* (-1.80)	-0.012* (-1.88)	-0.011* (-1.78)	-0.012* (-1.87)
<i>Msize</i>	-0.005** (-2.20)	-0.004** (-2.12)	-0.005** (-2.18)	-0.004** (-2.12)
<i>Share</i>	-0.023 (-1.46)	-0.024 (-1.48)	-0.024 (-1.47)	-0.024 (-1.51)
<i>Mstruc</i>	-	-	0.063 (0.91)	0.036 (0.63)
<i>Mstruc</i> <i>× Overconf</i>	-	-	-0.039 (-0.96)	-0.020 (-0.59)
常数项	0.061 (1.41)	0.053 (1.23)	0.037 (0.74)	0.040 (0.83)
<i>F</i> 值	5.39***	5.47***	5.11***	5.17***
<i>Adjust R2</i>	0.081	0.082	0.080	0.081

注:括号中为回归系数的 *t* 检验值;\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10% 水平下显著

资料来源:本文计算整理

比较表 10 与表 11 可以看出,国有控股企业只有“股权集中度”对过度投资具有显著作用,而其他治理措施均无效。但是,国有控股企业的董事背景多元化指标与董事长过度自信的交叉项系数显著为负,说明多元化的董事会有助于降低国有控股企业源于董事长过度自信导致的过度投资。而民营控股企业的检验结果显示,公司治理作用明显,“股权集中度”“两职分离”和“董事会规模”均能降低过度投资水平。但是,董事背景多元化没有减少源于董事长过度自信的过度投资。

#### 五、稳健性检验

在上述研究中,假设  $H_2$  得到了验证,但是,该

结果可能受到过度投资计量方式和过度自信指标赋权方法的影响。因此,本文针对假设  $H_2$  进行了稳健性检验。

### 1. 调整过度投资的计量

本文使用两种方法调整过度投资的计量:(1)降低 Richardson 模型判别精度的影响。本文的过度投资数据基于 Richardson 模型计算得到,但是,并不能保证计算结果的绝对精确,因此,本文将所有过度投资样本按照从大到小顺序排序后等分为三组,取数值最大的一组再对(4)式和(9)式进行检验。(2)增加样本量。由于本文剔除了投资不足的样本,这可能造成信息遗漏,因此,将 Richardson 模型下得到的全样本按照是否大于零分为两类,构造过度投资的二值变量,大于零的样本记为1,小于零的记为0,再做 Logit 回归,得到回归结果。

### 2. 调整董事长过度自信指标赋权方法

为了增加董事长过度自信测度赋权的可靠性,本文又使用了变异系数法重新对董事长过度自信中的变量权重做了赋权,给予变异程度大的变量以较大权重,以此得到新的董事长过度自信测度,再据对(4)式和(9)式进行检验。

在采用如上方法调整了过度投资算法与董事长过度自信指标赋权后,检验结果显示,其结论与前文基本一致<sup>①</sup>。董事长过度自信与过度投资呈现显著正向关系,董事背景多元化对董事长过度自信引致的过度投资起到了抑制作用。进而,按照企业产权性质分为国有控股和民营控股企业两个子样本,使用上述稳健性调整方法进行检验,检验结果也保持不变。

## 六、结论与建议

### 1. 研究结论

本文从董事长个人背景特征出发构建衡量过度自信的综合指标,研究了公司治理机制与董事背景多元化对董事长过度自信的抑制作用,得到了如下结论:

(1)公司治理机制对降低董事长过度自信引致的过度投资作用不显著。原因可能在于,传统公司治理机制设定的目的是解决理性主体之间的委托代理问题,用于调和委托人和代理人的利

益冲突。而董事长的非理性行为不是源于其自身利益诉求,其本意甚至是为了完成委托人授予的委托责任,但因为个人认知局限,造成了公司决策目的与决策结果的背道而驰。因此,公司治理机制难以有效抑制董事长个人认知偏差产生的决策失误。

(2)董事背景多元化可以有效抑制董事长过度自信引致的过度投资行为。董事会一人一票的集体决策机制有利于充分发挥每个人的意见,而每个董事不同的背景特征对其认知与决策具有重要影响。本文使用了董事内外部性、年龄、性别、任职时间和学历五个特征描述董事个人背景。依据心理学的研究,不同的个人背景会使得个人认知能力和思维方式产生差异,这种差异使得董事会集体决策建立在多角度思维上,有利于对企业投资行为形成全面分析,降低董事长过度自信导致的过度投资程度。

(3)降低过度投资措施的有效性依据企业所有权性质而不同。本文认为,导致这一差异的可能原因是国有控股企业董事会成员基本都是代理人,不持有或较少持有公司股份,容易形成内部人控制,这既可能降低治理效率,但也可能增强内部人的利益一致性,使得做出决策需要在内部人圈子中均衡,董事长个人认知缺陷难以对公司决策造成损害。而民营控股企业董事长一般是企业大股东,甚至是企业创始人,他们在企业中拥有绝对权威,对投资决策具有控制权,个人决策结果不易受到董事会其他成员不同意见的影响。

### 2. 建议

基于上述结论,本文认为,企业决策中应规避董事长个人过度自信造成的过度投资偏差。抑制该偏差不能仅靠完善企业治理机制,更重要的是,要努力实现董事会成员的个人背景特征多元化,从而有助于增加决策思维的全面性,抑制董事长过度自信带来的决策偏差。而对于民营控股企业董事长过度自信导致的过度投资,仅仅考虑增加董事背景多元化是不够的,还应采取诸如设定特定异议者,鼓励提出不同分析意见等手段,作为控制董事长过度自信的措施。

<sup>①</sup>限于篇幅,本文没有给出检验结果,欢迎有需要的读者索取。

参考文献:

- [1] Barber Brad M., Odean Terrance. Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment[J]. The Quarterly Journal of Economics, 2001, (116): 261 - 292.
- [2] Bengtsson C., Persson M., Willenhag P. Gender and Overconfidence[J]. Economics Letters, 2005, (86): 199 - 203.
- [3] Bertrand, M., Schoar A. Managing with Style: The Effect of Managers on Firm Policies [J]. Quarterly Journal of Economics, 2003, (118): 1169 - 1208.
- [4] Daniel P. Forbes. Are Some Entrepreneurs More Overconfident than Others? [J]. Journal of Business Venturing, 2005, (20): 623 - 640.
- [5] Hambrick, D. C., G. D. Fukutomi. The Seasons of a CEO's Tenure [J]. Academic Management, 1991, (16): 719 - 742.
- [6] Hayward, M., Hambrick, D. Explaining the Premiums Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO hubris [J]. Administrative Science Quarterly, 1997, (42): 103 - 127.
- [7] Jensen, M. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover [J]. American Economics Review, 1986, (76): 323 - 329.
- [8] Keiber, K. Managerial Compensation Contracts and Overconfidence [R]. Working Paper, SSRN, 2002.
- [9] Koellinger P., Minniti M., Schade C. I Think I Can, I Think I Can: Overconfidence and Entrepreneurial Behavior [J]. Journal of Economic Psychology, 2007, (28): 502 - 527.
- [10] Landier Augustin, Thesmar David. Financial Contracting with Optimistic Entrepreneurs [J]. Reviews of Financial Studies, 2009, (22): 117 - 150.
- [11] Langer E. J. The Illusion of Control [J]. Journal of Personality and Social Psychology, 1975, (32): 311 - 328.
- [12] Lauriola M., Levin I. P. Personality Traits and Risky Decision-making in a Controlled Experimental Task: an Exploratory Study [J]. Personality and Individual Differences, 2001, (31): 215 - 226.
- [13] Lin Y., S Hu, M Chen. Managerial Optimism and Corporate Investment: Some Empirical Evidence from Taiwan [J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2005, (13): 523 - 546.
- [14] Lundeberg M. A., Fox P. W., Puncochar J. Highly Confident but Wrong: Gender Differences and Similarities in Confidence Judgments [J]. Journal of Educational Psychology, 1994, (86): 114 - 121.
- [15] Malmendier, U., Tate, G. CEO Overconfidence and Corporate Investment [J]. The Journal of Finance, 2005, (60): 2661 - 2700.
- [16] Milgram, S. Obedience to Authority: An Experimental View [M]. London: Tavistock Publications, 1974.
- [17] Miller D. Stale in the Saddle: CEO Tenure and the Match between Organization and Environment [J]. Management Science, 1991, (37): 34 - 52.
- [18] Morck Randall. Behavioral Finance in Corporate Governance: Economics and Ethics of the Devil's Advocate [J]. Journal of Management and Governance, 2008, (12): 179 - 200.
- [19] Oliver B. R. The Impact of Management Confidence on Capital Structure [R]. Working Paper Series in Finance, No. 05 - 05. Australian National University, 2005.
- [20] Richardson S. Overinvestment of Free Cash Flow [J]. Review of Accounting Studies, 2006, (11): 159 - 189.
- [21] Tversky A., Kahneman D. Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases [J]. Science, 1974, (185): 1124 - 1131.
- [22] 胡国柳, 周遂. 会计稳健性、管理者过度自信与企业过度投资 [J]. 南京: 东南大学学报(哲学社会科学版), 2013, (2).
- [23] 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]. 北京: 中国管理科学, 2005, (5).
- [24] 姜付秀, 伊志宏, 苏飞, 黄磊. 管理者背景特征与企业过度投资行为 [J]. 北京: 管理世界, 2009, (1).
- [25] 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 [J]. 北京: 经济研究, 2009, (1).
- [26] 江伟. 董事长个人特征、过度自信与资本结构 [J]. 北京: 经济管理, 2011, (2).
- [27] 刘凤委, 李琦. 市场竞争、EVA 评价与企业过度投资 [J]. 北京: 会计研究, 2013, (2).
- [28] 吕兆德, 徐晓薇. 董事会过度自信与过度投资: 兼论公司治理的调节效应 [J]. 太原: 山西财经大学学报, 2016, (3).
- [29] 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]. 哈尔滨: 管理科学, 2010, (5).
- [30] 王霞, 张敏, 于富生. 管理者过度自信与企业投资行为异化——来自我国证券市场的经验证据 [J]. 天津: 南开管理评论, 2008, (2).
- [31] 温忠麟, 侯杰泰, 张雷. 调节效应与中介效应的比较和应用 [J]. 北京: 心理学报, 2005, (2).
- [32] 谢志华, 张庆龙, 袁蓉丽. 董事会结构与决策效率 [J]. 北京: 会计研究, 2011, (1).

## Does Diversification of Board Characteristic Restrain the Overconfidence of Board Chairman?

LV Zhao-de<sup>1</sup>, XU Xiao-wei<sup>2</sup>

(1. Beijing Normal University, Beijing, 100875, China;

2. Binghamton University, State University of New York, Binghamton, NY, US)

**Abstract:** There are lots of researches analyzing the behavior bias resulting from overconfidence. The most important economic consequence is overinvestment. Many papers show the positive correlation between overinvestment and managers overconfidence. This kind of bias reduces the value of firm. In this paper, manager is defined as board chairman. We analyze two ways of refraining overconfidence of chairman. The first one is corporate governance. The second one is the diversification of board characteristic on chairman overconfidence.

In the paper, we use inside/outside of directors, age, sex, tenure, and education to construct the index of diversification of board characteristic. We get three test results. (1) Corporate governance has no effect on reducing overinvestment due to the chairman overconfidence; (2) The diversification of board characteristic can restrain the overconfidence of board chairman significantly; (3) The effectiveness of measures to reduce overinvestment depends on the nature of the ownership of enterprise. The corporate governance has no effects in state-owned enterprises. But the diversification of board characteristic can reduce overinvestment due to chairman overconfidence. Private enterprises are on the contrary.

In this paper, we provide three exploratory investigations on measures of restraining chairman overconfidence. (1) The purpose of corporate governance is to solve the principal-agent problem, to reconcile the conflicts of interests of the principal and agent. But the irrational behavior of chairman is not due to their own interests. Even what he does is to realize and remove the responsibility which the principal grants to him. Obviously, the purpose of corporate governance can't meet the need to solve the problems of irrational behavior. Because of the limitation of individual cognitive abilities, the decision making purpose is opposite to the result of decision making. It indicates that corporate governance is very hard to restrain the decision errors stemming from chairman's cognitive biases; (2) the decision making mechanism of each director representing one vote is conducive to express the opinions of every person fully. The differences of director's characteristic, which include inside/outside director, age, sex, tenure and education, have important effect on their cognition and decision-making. A board composed of directors with different individual characteristic is more likely to analyze from multi-aspects. The differences of director's characteristic would help to make the comprehensive analysis of corporate investment behavior, and increase firm's value; (3) the directors in state-owned enterprises hold no or less shares of the company. This is easy to form the problem of insider control. On the one hand, it leads to the decrease of governance efficiency, but on the other hand, it increases the consistency of the interests of insiders. Anyone in the board has to consider the opinion of others seriously. So the chairman's cognitive biases are difficult to cause damage to the company's decision. Conversely, the chairmen in private enterprises are large shareholders generally, even are the business founders. They have absolute authority in the firms, and control the right of investment decision-making. The opinions of other directors have little influence on them.

These findings have some implications that may be important for rational decision-making in firm. The chairman overconfidence will lead to overinvestment and decrease firm value. The effective way to prevent the damage is to increase the degree of diversification of board characteristics. The individual characteristics include inside/outside director, age, sex, tenure and education. But it is not enough for private enterprises to increase the degree of diversification of board characteristics. The methods such as setting specific dissenters, encouraging different opinions should be taken to reduce the damage caused by chairman overconfidence, especially for those private firms which chairman is the large shareholder or the founder.

**Key Words:** overconfidence; corporate governance; diversification of board characteristic

(责任编辑:弘毅)