

# CEO 过度自信、董事会结构 与公司业绩的实证研究

饶育蕾, 王建新

中南大学 商学院, 长沙 410083

**摘要:**在 CEO 过度自信的层面上研究 CEO 两职合一、独立董事比例与公司业绩的关系。以经理人持股比例变化作为衡量 CEO 过度自信的代理变量,通过建立全样本和 CEO 过度自信匹配样本两个样本组,在控制公司特征变量和治理结构变量的基础上,用2007年和2008年中国 A 股上市公司的数据,对两个样本组分别做回归分析。实证结果表明,在 CEO 过度自信的前提下,董事长与 CEO 两职分离有助于提高公司经营业绩,而在 CEO 非过度自信时则不存在这样的关系,这说明两职分离能够纠正由于 CEO 过度自信而导致的非理性决策行为,有利于改善公司的经营绩效;不论 CEO 是否过度自信,独立董事比例对公司业绩都没有显著影响。针对 CEO 过度自信衡量方法和样本容量的稳健性检验都表明研究结论具有较好的稳定性。

**关键词:**公司治理;过度自信;CEO 两职合一;独立董事

**中图分类号:**F270

**文献标识码:**A

**文章编号:**1672-0334(2010)05-0002-12

## 1 引言

大量研究表明,CEO 两职合一和独立董事比例对公司业绩有显著影响。近年来行为金融学和心理学的研究表明,CEO 存在诸如过度自信、框定依赖等心理偏差。然而国内外关于 CEO 两职合一和独立董事比例与公司业绩关系的研究大多没有考虑 CEO 的个人心理特征。Baker 等关于行为公司金融的综述中,在探讨经理人非理性时认为目前最为系统的对于经理人非理性的研究就是过度自信<sup>[1]</sup>。有些研究通常直接考察 CEO 的过度自信是如何影响公司经营的,对于不同的董事会结构是否会对过度自信的 CEO 产生影响尚没有给予关注。理论和实证分析都表明过度自信的 CEO 可能做出过度投资等非理性决策,那么作为董事会结构安排的 CEO 两职分离和独立董事的存在是否有利于阻止过度自信 CEO 的非理性行为,并进一步改善公司业绩,本研究将利用中国上市公司的经验证据通过实证分析进行检验。

## 2 相关研究评述

长期以来,作为公司治理核心的委托代理理论是

以理性经济人假设为基础的,然而心理学研究表明人不是完全自私自利的,因此20世纪90年代以来,委托代理理论受到越来越多的批判,人们对这一理论的有效性产生了质疑;与委托代理理论相反的现代管家理论则以社会学和心理学为理论基础,认为管理者是公司的管家,他们是值得信任的、勤劳的,在利益上可以与股东达成一致。以这两种理论为支持,学者对 CEO 两职合一状态、独立董事与公司业绩的关系有截然相反的理解。

现实中,CEO 和董事长两职完全分离的公司非常少,大多数公司的 CEO 兼任公司的副董事长或董事等职,一些公司甚至是两职完全合一,这使 CEO 与董事会之间的关系变得十分微妙。CEO 和董事长的两职合一是否有利于公司业绩的提升,以往的研究中主要有3种结论。

(1)委托代理理论认为,为了防止代理人的道德风险和逆向选择行为,需要一个有效的监督和制约机制。董事长和总经理两职分离有利于维护董事会的独立性和监督的有效性,而两职合一会削弱董事会的监控,且与绩效负相关。Morck 借助心理学实验

收稿日期:2010-04-09 修返日期:2010-08-24

基金项目:国家自然科学基金(70872111,70672106)

作者简介:饶育蕾(1964-),女,四川资中人,毕业于中南大学,获博士学位,现为中南大学商学院教授、博士生导师,研究方向:行为金融学、公司治理等。E-mail:yuleirao@sina.com

提出董事会存在对 CEO 的盲目忠诚,CEO 在董事会中的权威导致董事们将对股东和公司的责任转移为对 CEO 的服从,而公司治理结构中非执行主席、独立董事的存在能够削弱董事对 CEO 的顺从,从而改善公司治理并提升公司的业绩<sup>[2]</sup>。

(2) 现代管家理论认为,对自身尊严、信仰以及内在工作满足的追求,会促使 CEO 努力经营公司,成为公司资产的好管家,两职合一有利于提高企业的创新自由,有利于企业适应瞬息万变的市场环境,从而也有助于提高企业的经营绩效。Adams 等认为董事会与 CEO 之间的友好关系有利于公司价值的提升<sup>[3]</sup>。

(3) 环境依赖理论认为,董事会是一种管理企业对外部的依赖性和减少环境不确定性的机制,环境的不确定性与否是影响董事会结构及其作用的重要因素,因此不能简单判断两职设置情况与公司绩效之间的关系,要视环境不确定性而定。

以上研究表明,理论上对于 CEO 两职设置情况与公司业绩的关系尚没有一致的结论。Boyd 甚至认为上述 3 种结论同时存在,然而这并不妨碍人们进行实证探索<sup>[4]</sup>; Bhagat 和 Rechner 等的实证分析发现,CEO 两职分设的公司的绩效比两职合一的公司好<sup>[5,6]</sup>; Brickley 等分析 CEO 两职合一与分设各自产生的成本,认为两职分设对公司更有利,并且两职合一的公司通过分离可以提高公司绩效<sup>[7]</sup>; Elsayed 利用埃及上市公司的证据研究发现,CEO 两职合一与公司业绩的关系因行业类型而不同<sup>[8]</sup>。中国学者的实证分析尚没有得出一致的结论。吴淑琨、于东智和白重恩等的研究都发现,两职状态对公司业绩表现并没有显著影响<sup>[9-12]</sup>; 蒲自立等的实证结果认为两职合一与公司绩效负相关<sup>[13]</sup>; Peng 等的研究发现,在中国上市公司的所有权由完全国有向部分私有转变的过程中,CEO 两职合一与公司业绩正相关<sup>[14]</sup>; 宋逢明等的研究结论是,当国有股比例较低、股权较为分散时两职合一对公司业绩的影响显著为负,而当国有股比例较高时两职合一对公司业绩的影响则显著为正<sup>[15]</sup>。

对于独立董事与公司绩效关系的研究也存在两种相反的结论,基于委托代理理论的研究认为独立董事与公司业绩正相关。Rosentein 等的研究表明独立董事与公司绩效显著正相关<sup>[16]</sup>; 高明华等通过对 2001 年 83 家上市公司的研究发现,独立董事比例与净资产收益率和每股收益有微弱的正相关关系<sup>[17]</sup>; 王跃堂等对中国资本市场的研究也表明,独立董事比例与公司绩效显著正相关<sup>[18]</sup>; 宁家耀等研究发现,独立董事能够通过影响董事会行为(即会议次数)进而对公司业绩有正向影响<sup>[19]</sup>。与此相反的是,基于管家理论的研究认为独立董事与公司业绩是负相关的。Agrawal 等利用美国上市公司的经验证据研究表明,外部独立董事与公司绩效负相关,而内部董事数量则与公司绩效正相关<sup>[20]</sup>; Donaldson 等从独立董事导致公司经营多样化、不合法问题增加和抑制公司

R&D3 个方面阐述其如何损害公司经营绩效<sup>[21]</sup>; Ford 的实证研究也表明独立董事会降低董事会在企业经营决策过程中的效率<sup>[22]</sup>; Tian 等通过对外部董事的研究发现,中国的上市公司更加符合现代管家理论<sup>[23]</sup>; Duchin 等的研究与以往不同,他们认为独立董事是否有效受到信息获取成本的影响,如果信息获取成本低则独立董事对公司业绩是正向的影响,否则是负向的影响<sup>[24]</sup>; 郑志刚等的研究发现,对于中国资本市场而言,董事会独立性的公司治理效应不是直接的,而是通过与其他治理机制的交互影响而间接发挥公司治理作用的<sup>[25]</sup>。

关于经理人过度自信及其对公司绩效的影响,行为公司金融理论认为,过度自信的管理者,即使对股东是忠诚的,也可能会做出过度投资、过度融资等非理性决策,从而损害股东的利益。Heaton 研究发现,过度自信的公司高管认为资本市场低估了公司价值,从而可能错过那些能带来正净现值但必须进行外部融资的投资项目<sup>[26]</sup>; Malmendier 等利用面板数据验证过度自信假设,认为高管的过度自信导致公司投资行为的扭曲<sup>[27]</sup>; Malmendier 等进一步分析发现,过度自信的 CEO 在并购时对目标公司存在过度支付,并且过度自信的 CEO 做出的并购决策比一般的 CEO 要高出 65%<sup>[28]</sup>; Liu 对 CEO 过度自信与并购关系的研究发现,过度自信的 CEO 更愿意去并购,并且对公司长短期收益都有负面的影响<sup>[29]</sup>; Glaser 等对德国上市公司的分析同样发现高管整体的过度乐观会导致公司投资过多<sup>[30]</sup>; Ben-David 等通过对 CFO 的问卷调查研究发现,过度自信的 CFO 更容易投资过度,更愿意举债<sup>[31]</sup>; 郝颖等的研究认为,在中国上市公司特有的股权安排和治理结构下,过度自信的高管在公司投资决策中更有可能产生配置效率低下的过度投资行为<sup>[32]</sup>。由此可见,CEO 的过度自信确实会对公司内部的各种决策行为产生影响。

综上所述,以往对于 CEO 两职合一和独立董事比例对公司业绩的影响研究大多考虑了在不同的环境下所存在的不同的关系,但都没有考虑 CEO 存在过度自信心理偏差情境下的不同。CEO 不仅存在过度自信心理偏差,而且对于公司的投资、融资、并购等行为产生影响,因此本研究主要探讨在 CEO 是否过度自信的情境下 CEO 两职合一和独立董事比例与公司业绩之间的关系。

### 3 实证分析

#### 3.1 研究假设和样本构建

委托代理理论和现代管家理论的主要区别在于对经理人的假设上,前者认为经理人是完全理性的经济人,而后者认为经理人存在社会偏好。在完全理性假设下,经理人与股东之间存在利益冲突,需要对其进行监督;在社会偏好假设下,经理人可以与股东利益达成一致,较大的控制权有利于经理人更好地经营公司。

如果经理人存在过度自信的心理,不管其利益是

否与股东一致都会做出损害公司价值的行为。过度自信的 CEO 会在经营决策中表现出诸如投资过度的非理性行为,从而影响公司业绩,董事会作为股东和管理者之间的一个中间角色,其主要职能之一是监督管理者使其不侵害股东的利益。如果董事长与 CEO 两职分离,董事会具有较强的独立性,可以有效发挥其监督、决策职能,减少 CEO 的非理性经营决策,从这个意义上讲,两职分离有利于改善过度自信 CEO 所在公司的业绩。而对于 CEO 不存在过度自信的公司,有的实证基于委托代理理论认为两职分离有利于改善公司业绩,有的实证基于现代管家理论认为两职合一反而有利于改善公司业绩,有的研究则基于折中的环境依赖理论认为由外部环境决定了两者之间不同的相关关系。因而,对于 CEO 不存在过度自信的公司,无法推断出相同的结论。

独立董事在公司治理中的作用也存在同样的推断,在 CEO 存在过度自信的公司中,不论是委托代理理论还是现代管家理论都无法推测因 CEO 过度自信所带来的行为特征,CEO 都有可能因为过度自信而做出有损股东利益的决策,那么独立董事的存在可以对 CEO 非理性决策起到相应的监督作用,制约 CEO 的过度投资等损害公司价值的行为,从而有利于公司业绩的提升;而在 CEO 不存在过度自信的公司中则不能推断出这个结论。基于以上分析,本研究提出两个研究假设。

H<sub>1</sub> 在 CEO 存在过度自信的公司样本中,董事长与 CEO 两职分离的公司绩效高于两职合一的公司,而在 CEO 非过度自信公司样本中则不存在这样的关系。

H<sub>2</sub> 在 CEO 存在过度自信的公司样本中,独立董事比例与公司绩效之间有较高的正相关性,而在 CEO 非过度自信的公司中则不存在这样的关系。

度量 CEO 过度自信是本研究的一个关键点。国外的研究多使用两种方法,一种是股票期权法,即公司经理人持有本公司股票期权长期不行权;另一种是内容分析法,即通过对传播媒介披露的信息进行分析,得出经理人是否过度自信的结论。Malmendier 等运用第二种方法衡量 CEO 过度自信,通过网站 Factiva.com 收集纽约时报、商业周刊和金融时报等杂志中与 CEO 有关的报道,以乐观、自信等为关键词进行内容分析,从而判断 CEO 是否过度自信<sup>[28]</sup>。在中国的上市公司中,对高管的股票期权激励制度还很不完善,只有少量的公司实施股权激励,中国也没有专门的数据库对财经类杂志的报道进行统计。因此,这两种方法在中国都很难适用,但中国学者也用一些方法来度量过度自信。余明桂等以国家统计局公布的企业景气指数(根据企业家对当前企业生产经营状况的综合判断和对未来发展变化的预期而编制的指数)作为管理者过度自信程度的替代变量<sup>[33]</sup>,但国家统计局公布的数据是每个行业的企业景气指数和企业家信心指数,用这种方法度量过度自信,有效性会很低;余明桂和 Lin 等根据上市公司

的年度业绩预告是否变化来判断上市公司的管理者是否过度自信<sup>[33,34]</sup>。业绩预告的类型包括 4 种乐观预期(略增、扭亏、续盈、预增)和 4 种悲观预期(略减、首亏、续亏、预减),如果有乐观预期的公司后来的业绩与预期不符则定义为过度乐观和过度自信。从 2002 年开始沪深交易所要求将年度业绩提前到 3 季报中进行预告,笔者考察了 2004 年业绩预测的数据,发现上市公司业绩预测惊人的准确,有乐观预期的公司后来的业绩与预测不符的不到 15 家,所以此种方法显然很难判断哪些公司对未来是过度自信或过度乐观的;郝颖、叶蓓和张荣武等则用高管人员持有本公司股票数量的变化衡量他们是否存在过度自信<sup>[32,35,36]</sup>。但是,2006 年以前的公司法规定:“公司董事、监事、经理应当向公司申报所持有的本公司的股份,并在任职期间内不得转让”。在这样的限制条件下,用高管人员持股数量的变化来度量过度自信也是欠妥当的。

所幸的是,从 2006 年 1 月 1 日起开始施行的新公司法对高管人员持股的规定改为:“在任职期间,每年转让的股份不得超过所持股份总数的 25%,公司股份有交易所挂牌交易的,自挂牌交易之日起 1 年内不得转让。离职后半年内,不得转让所持公司股份”。于是可以认为,如果 2006 年以后 CEO(或总经理,下文统称 CEO)持有本公司股票的数量增加或者保持不变,则认为其存在过度自信。理由是 CEO 可以通过出售所持有的本公司的股票变现,从而对比自己所在公司更有潜力的股票进行投资,如果 CEO 没有这样做则表明其对自己经营能力过度自信并对公司的未来过度乐观。一些研究表明,CEO 适度自信可以抵消由于其损失厌恶而导致的投资不足,从而在一定范围内过度自信与公司业绩呈正相关关系,但过度自信却会导致过度投资而损害公司利益,而且 CEO 作为自然人的投资能力也不是完美的。鉴于此,借鉴研究过度自信的心理实验思路,添加了一个限制条件,即在本公司股票价格增长幅度小于大盘增长幅度的情况下,CEO 增持本公司股票或者保持不变,则认为 CEO 存在过度自信。也就是说,如果某 CEO 所在公司的股票表现逊于大盘,那么他可以出售所持有的本公司股票来购买股票指数基金从而获得更多的收益,研究过度自信的心理实验通常以被实验者对自己能力与全体的平均能力的比较来判断其是否过度自信。

因此,本研究判断某公司 CEO 是否过度自信的两个条件为

$$\textcircled{1} H_{Year_i} - H_{Year_{i-1}} \geq 0$$

$$\textcircled{2} \frac{P_{Year_i}}{P_{Year_{i-1}}} < \frac{Index_{Year_i}}{Index_{Year_{i-1}}}$$

其中, $H_{Year_i}$  为  $i$  年末 CEO 持有本公司股票的数量, $P_{Year_i}$  为  $i$  年末本公司股票价格, $Index_{Year_i}$  为  $i$  年末股票指数。

如果①、②两个条件都满足,则认为该公司 CEO

存在过度自信心理。

2006年主动出售本公司股票的CEO很少,导致数据有效性较差,而2007年减持本公司股票的样本比较多,因此本研究选取2007年和2008年两年的数据为研究样本。财务数据来自万德数据库,治理结构数据来自上市公司年报和CCER数据库。对研究样本进行如下处理。①剔除所研究年及以后上市的样本;②剔除金融类和所研究年处于ST状态的样本;③剔除所研究年CEO发生变更或无CEO的样本;④剔除CEO所持本公司股票处于禁售状态的样本;⑤为便于托宾Q值的计算,剔除A股、B股同发以及同时在香港或海外上市的样本;⑥剔除到所研究年初仍未进行股改的公司;⑦剔除缺失值样本。

经过上述筛选之后,获得2007年样本857个,2008年样本932个,合计1789个样本,其中CEO过度自信样本2007年有124个,2008年有129个,合计253个样本。同时,根据CEO过度自信样本的特征,构建相应数量的匹配样本,具体构建方法将在下文稳健性测试中介绍。

### 3.2 变量定义和模型设计

本研究的被解释变量为公司业绩,采用托宾Q值进行度量。解释变量包括代表董事会结构变量的CEO两职状态和独立董事比例以及CEO是否过度自信的哑变量。控制变量分为3组,一是公司特征变量,包括公司规模、资产负债率、主营业务增长率、企业经营风险;二是治理结构变量,包括董事会规模(即董事会人数)、年度董事会会议次数、第1大股东持股比例、第2~第5大股东持股比例平方和、最终控制人类型;另外还控制了年份。各变量的名称和定义见表1。

根据要考察的研究假设以及要控制的变量,本研究建立两个实证模型,模型1在控制公司特征变量的基础上考察CEO两职状态和独立董事比例对公司业绩的影响,其中CEO两职状态和独立董事比例与过度自信变量的交叉项用来检验交互作用;模型2加入治理结构控制变量,从而能够在其他治理结构变量保持不变的情况下,考察董事会结构安排对公司业绩的影响。

表1 变量定义  
Table 1 Definition of Variables

变量分类	变量名称	变量定义
被解释变量	$Q$	托宾 $Q^a$ , $Q = \frac{A \text{ 股合计} \times \text{年末收盘价} + \text{负债}}{\text{总资产}}$
解释变量	$Dual$	CEO两职状态,其中CEO与董事会职务完全分离取0,与副董事长、董事兼任取0.5,与董事长完全合一取1
	$NED$	独立董事比例
	$OC$	CEO是否过度自信,过度自信取1,非过度自信取0
公司特征控制变量	$\ln TA$	总资产的自然对数
	$LEV$	资产负债率
	$Growth$	主营业务收入同比增长率
	$Risk$	企业经营风险 <sup>b</sup> , $Risk = \frac{\text{应收账款} + \text{应收票据} + \text{其他应收款}}{\text{总资产}}$
治理结构控制变量	$BS$	董事会规模
	$BM$	董事会会议次数
	$H_1$	第1大股东持股比例
	$H_1^2$	第1大股东持股比例平方
	$H_{2-5}$	第2~第5大股东持股比例平方和
	$State$	最终控制人类型,国有取1,非国有取0
其他控制变量	$Year$	年度哑变量,2007年取1,2008年取0

注:a所有研究样本为已进行过股权分置改革的公司,由于在股改过程中已经进行了对价支付,因此直接用所有A股计算托宾Q,而不再对原非流通股进行折算;b本研究要控制的因素是不同公司的CEO在决策时根据企业经营环境的不同需要迅速决策的程度的大小,李涛在衡量经营风险时使用  $\frac{\text{应收账款} + \text{应收票据} + \text{其他应收款}}{\text{总资产}}$ <sup>[37]</sup> 指标在一定程度上可以反映这一概念,因此借用李涛的方法。

## 模型 1

$$Q = \alpha_0 + \alpha_1 Dual + \alpha_2 NED + \alpha_3 OC + \alpha_4 Dual \cdot OC + \alpha_5 NED \cdot OC + \alpha_6 LEV + \alpha_7 \ln TA + \alpha_8 Growth + \alpha_9 Risk + \alpha_{10} Year + \varepsilon \quad (1)$$

其中,  $\alpha_0$  为截距项,  $\alpha_1 \sim \alpha_{10}$  为各变量的系数,  $\varepsilon$  为随机扰动项。

## 模型 2

$$Q = \beta_0 + \beta_1 Dual + \beta_2 NED + \beta_3 OC + \beta_4 Dual \cdot OC + \beta_5 NED \cdot OC + \beta_6 LEV + \beta_7 \ln TA + \beta_8 Growth + \beta_9 Risk + \beta_{10} Year + \beta_{11} H_1 + \beta_{12} H_1^2 + \beta_{13} H_{2-5} + \beta_{14} BS + \beta_{15} BM + \beta_{16} State + \varepsilon \quad (2)$$

其中,  $\beta_0$  为截距项,  $\beta_1 \sim \beta_{16}$  为各变量的系数。

## 3.3 描述性统计

表 2 给出 1 789 个全样本主要研究变量的描述性统计结果。托宾  $Q$  的均值为 2.48, 该值处于一个较为合理的水平, 能较好地反映公司价值。CEO 两职状态的均值为 0.51, 标准差为 0.24, 变异不是很大。通过对数据进行观察可以发现多数公司的 CEO 两职设置状况为部分合一, 只有少数公司是完全分离或完全合一, 其样本基本呈正态分布。独立董事比例的均值为 0.36, 略高于所规定的  $\frac{1}{3}$  的要求, 且标准差只有 0.06, 表明中国各上市公司的独立董事比例没有较大的差别, 与以前相比没有发生较大的变化。

过度自信样本共 253 个, 在整个样本中的比重较小, 导致  $OC$  的均值较小, 仅为 0.14。

在治理结构变量中, 董事会规模的均值为 9.60, 与以往研究中的最佳董事会规模较为一致。最终控制人类型的均值为 0.62, 说明国有控股公司略多于非国有控股公司。

## 3.4 回归分析结果

对数据进行 OLS 参数估计, 通过怀特异方差检验发现有异方差的存在, 因此本研究用怀特异方差一致协方差估计回归系数的显著性水平。表 3 给出全样本的模型 1 和模型 2 的回归分析结果。两个模型调整之后的  $R^2$  分别为 0.34 和 0.35, 拟合优度较好, 整个方程的显著性检验都在 1% 的水平上通过。

由表 3 可知, 模型 1 的回归结果中,  $Dual$  的系数为 0.33, 在 5% 的水平上显著为正。 $Dual$  与  $OC$  交叉项在 5% 的水平上显著为负, 系数为 -0.73, 表明在不区分 CEO 是否过度自信的情况下, CEO 与董事长两职设置状态与公司业绩之间是正相关关系; 但是在 CEO 过度自信的条件下, CEO 两职状态与公司业绩呈负相关关系。模型 2 中加入治理结构控制变量,  $Dual$  的系数仍然显著为正,  $Dual$  与  $OC$  交叉项依然在 5% 的水平上显著为负。也就是说, 在 CEO 过度自信的条件下, CEO 与董事长的分离有利于公司业绩的提升, 可以抑制由于 CEO 过度自信而导致的投资决策及其他经营决策偏差。这一实证结论支持  $H_1$ 。

表 2 变量描述性统计

Table 2 Descriptive Statistics of Variables

变量	均值	中位数	最大值	最小值	标准差	观察值
$Q$	2.48	1.96	20.91	0.60	1.82	1 789
$Dual$	0.51	0.50	1	0	0.24	1 789
$NED$	0.36	0.33	1	0	0.06	1 789
$OC$	0.14	0	1	0	0.34	1 789
$LEV$	49.13	50.77	89.09	1.82	17.52	1 789
$\ln TA$	21.56	21.47	26.57	19.12	1.04	1 789
$Growth$	19.32	14.31	1 605.19	-98.43	54.82	1 789
$Risk$	13.09	11.17	69.69	0.01	10.00	1 789
$H_1$	35.88	34.19	85.23	4.49	14.93	1 789
$H_{2-5}$	144.45	50.93	1 356.38	0.06	199.71	1 789
$BS$	9.60	9	21	1	2.19	1 789
$BM$	9.16	9	36	1	3.63	1 789
$State$	0.62	1	1	0	0.48	1 789

表3 回归结果  
Table 3 Regression Results

变量	模型 1			模型 2		
	系数	<i>t</i> 值	<i>p</i> 值	系数	<i>t</i> 值	<i>p</i> 值
截距项	7.52***	9.56	0.00	8.46***	10.20	0.00
<i>Dual</i>	0.33**	2.04	0.04	0.35**	2.18	0.02
<i>NED</i>	-0.10	-0.12	0.90	-0.13	-0.15	0.88
<i>OC</i>	-0.32	-0.46	0.64	-0.23	-0.33	0.73
<i>Dual</i> · <i>OC</i>	-0.73**	-2.27	0.02	-0.79**	-2.44	0.01
<i>NED</i> · <i>OC</i>	1.84	1.01	0.31	1.78	0.95	0.33
<i>LEV</i>	-0.02***	-9.34	0.00	-0.02***	-9.08	0.00
<i>lnTA</i>	-0.21***	-5.15	0.00	-0.25***	-6.16	0.00
<i>Growth</i>	0.00	1.33	0.18	0.00	1.32	0.18
<i>Risk</i>	-0.00	-0.26	0.79	-0.00	-0.31	0.74
<i>Year</i>	1.76***	23.94	0.00	1.78***	23.74	0.00
<i>H</i> <sub>1</sub>				-0.03***	-2.72	0.00
<i>H</i> <sub>1</sub> <sup>2</sup>				0.00***	3.25	0.00
<i>H</i> <sub>2-5</sub>				0.00***	3.27	0.00
<i>BS</i>				-0.00	-0.01	0.98
<i>BM</i>				0.01	0.97	0.32
<i>State</i>				-0.03	-0.51	0.60
<i>R</i> <sup>2</sup>		0.34			0.35	
调整 <i>R</i> <sup>2</sup>		0.34			0.35	
<i>F</i> 值对应 <i>p</i> 值		0.00			0.00	

注:被解释变量为托宾 *Q* 值;\*\*为在5%水平上显著,\*\*\*为在1%水平上显著;使用的分析软件为 Eviews 5.0。下同。

采用相同的实证方法研究发现,无论是模型 1 还是模型 2,独立董事比例均不显著,与过度自信变量交叉项也不显著,表明独立董事比例对公司业绩没有显著影响,在 CEO 过度自信的前提下这一结论也同样成立,说明无论是在全样本中还是在 CEO 过度自信的样本中,独立董事都没有发挥其应有的监督作用,实证结论不支持 *H*<sub>2</sub>。

控制变量的回归结果中,符号方向都符合现实经济意义。资产负债率显著为负,但系数较小;第 1 大股东持股比例的平方项显著为正,表明第 1 大股东持股比例与公司业绩之间为 U 型关系;第 2~第 5 大股东持股比例的平方和与公司业绩之间显著为正,说明其存在制约第一大股东的的作用,从而有利于公司价值的提升;年份哑变量显著为正,即 2007 年上市公司业绩好于 2008 年,这与事实相吻合。

综上所述,回归分析结果较好地验证了 *H*<sub>1</sub>,即在 CEO 过度自信的公司中,CEO 两职分设的公司经营业绩显著高于两职合一的公司,而在 CEO 非过度自

信的公司中则不存在这样的关系。但是对于独立董事在 CEO 过度自信的公司中能够起到作用的假设并没有通过检验,这从另一个角度验证了中国上市公司的独立董事并没有起到应有的监督作用。

## 4 稳健性检验

### 4.1 对过度自信衡量指标的稳健性检验

在 CEO 过度自信的研究中,如何找到衡量过度自信的有效变量十分关键,为了更好地验证研究结论稳定性,本研究寻找新的过度自信衡量方法进行实证分析。针对中国目前的现状并从已有的衡量方法看,本研究发现企业家信心指数和业绩预告两种方法的效果不是很理想,而用并购频度进行度量有一定的可行性和理论依据。Roll 用管理者的过度自信解释并购行为<sup>[38]</sup>;Malmendier 等的实证研究表明,管理者过度自信确实引发更多的并购行为<sup>[28]</sup>;谢海东研究表明,过度自信理论可以部分地解释上市公司购并事件的频发现象<sup>[39]</sup>;傅强等实证发现,

管理者的自信程度与并购呈显著正相关<sup>[40]</sup>；史永东等实证发现，企业并购政策和管理者过度自信之间存在显著的正相关关系，过度自信企业实施的并购行为比非过度自信企业高20%左右，所用数据期间为2006年~2008年<sup>[41]</sup>。因此，本研究采用一年之内发生两次或以上并购衡量CEO过度自信，共得到过度自信样本275个，表4是回归分析结果。

从表4可以发现，在模型1和模型2中，*Dual*的系数能够在10%的水平上显著为正，而*Dual*与*OC*的交叉项虽然不显著，但是符号依然是负的，二者的符号与前面的实证结果一致，也就是说在不区分CEO是否过度自信的情况下，CEO与董事长两职设置状态与公司业绩之间是正相关关系，但是在CEO过度自信的条件下，CEO两职状态与公司业绩呈负相关关系。

过度自信样本中包括了中小板企业，中小板企业大多处于成长阶段，扩张是一种正常现象，连续并购并不一定表明其CEO是过度自信的。因此，从样

本中剔除中小板上市公司应该能够提高过度自信样本的有效性，用剔除中小企业板的样本进行回归，结果见表5。

在剔除中小企业板样本之后，*Dual*、*Dual*与*OC*交叉项两个变量的系数符号都没有发生变化，而在模型2中控制治理因素之后二者都能在10%的水平上显著，因此本研究认为前面的实证分析结果是较稳健的。

#### 4.2 对样本容量的稳健性检验

在全样本中，CEO过度自信样本只有253个，非过度自信样本有1536个，二者在数量上相差较大。为此，本研究根据CEO过度自信公司的特征构建相同数量的匹配样本，以对实证结论进行稳健性检验。在CEO非过度自信的样本中找到与过度自信样本公司特征最相近的公司，本研究要控制的特征是一系列影响托宾*Q*的特征，各特征的控制权重由它们对*Q*的解释力来决定。因此，利用全样本对所有控制变量进行回归得到每个公司的托宾*Q*的估计值，即

表4 稳健性检验回归结果  
Table 4 Robust Test Regression Results

变量	模型1			模型2		
	系数	<i>t</i> 值	<i>p</i> 值	系数	<i>t</i> 值	<i>p</i> 值
截距项	7.84***	9.09	0.00	8.73***	9.79	0.00
<i>Dual</i>	0.28*	1.79	0.07	0.29*	1.90	0.05
<i>NED</i>	0.08	0.09	0.92	0.00	0.00	0.99
<i>OC</i>	0.29	0.49	0.62	0.12	0.20	0.80
<i>Dual</i> · <i>OC</i>	-0.36	-0.91	0.36	-0.34	-0.85	0.39
<i>NED</i> · <i>OC</i>	0.50	0.30	0.76	0.85	0.50	0.61
<i>LEV</i>	-0.02***	-9.34	0.00	-0.02***	-9.11	0.00
<i>lnTA</i>	-0.23***	-5.31	0.00	-0.26***	-6.25	0.00
<i>Growth</i>	0.00	1.30	0.19	0.00	1.29	0.19
<i>Risk</i>	-0.00	-0.37	0.70	-0.00	-0.44	0.65
<i>Year</i>	1.82***	23.55	0.00	1.83***	23.47	0.00
<i>H</i> <sub>1</sub>				-0.03***	-2.61	0.00
<i>H</i> <sub>1</sub> <sup>2</sup>				0.00***	3.15	0.00
<i>H</i> <sub>2-5</sub>				0.00***	3.22	0.00
<i>BS</i>				-0.00	-0.07	0.93
<i>BM</i>				0.01	0.63	0.52
<i>State</i>				-0.03	-0.46	0.64
<i>R</i> <sup>2</sup>		0.34			0.35	
调整 <i>R</i> <sup>2</sup>		0.34			0.34	
<i>F</i> 值对应 <i>p</i> 值		0.00			0.00	

注：系数检验值为怀特异方差一致协方差的估计结果；\*为在10%水平上显著，下同。

表5 剔除中小企业板样本后稳健性检验回归结果  
Table 5 Robust Test Regression Results without Small and Medium Enterprises

变量	模型 1			模型 2		
	系数	t 值	p 值	系数	t 值	p 值
截距项	7.80***	8.47	0.00	9.07***	9.47	0.00
Dual	0.29	1.60	0.10	0.34*	1.92	0.05
NED	-0.25	-0.22	0.82	-0.27	-0.25	0.80
OC	0.06	0.09	0.92	-0.09	-0.14	0.88
Dual · OC	-0.65*	-1.65	0.09	-0.66*	-1.69	0.09
NED · OC	1.41	0.76	0.44	1.81	0.97	0.32
LEV	-0.02***	-8.10	0.00	-0.02***	-7.92	0.00
lnTA	-0.23***	-4.96	0.00	-0.29***	-6.51	0.00
Growth	0.00	1.02	0.30	0.00	0.99	0.31
Risk	-0.00	-0.43	0.66	-0.00	-0.38	0.69
Year	1.76***	23.07	0.00	1.77***	23.02	0.00
H <sub>1</sub>				-0.02**	-1.96	0.04
H <sub>1</sub> <sup>2</sup>				0.00***	2.69	0.00
H <sub>2-5</sub>				0.00***	2.93	0.00
BS				0.01	0.99	0.31
BM				0.00	0.25	0.80
State				-0.03	-0.51	0.60
R <sup>2</sup>		0.34			0.35	
调整 R <sup>2</sup>		0.34			0.34	
F 值对应 p 值		0.00			0.00	

$$\hat{Q}_i = \gamma_0 + \gamma_1 LEV_i + \gamma_2 \ln TA_i + \gamma_3 Growth_i + \gamma_4 Risk_i + \gamma_5 H_{1i} + \gamma_6 H_{(2-5)i} + \gamma_7 BS_i + \gamma_8 BM_i + \gamma_9 State_i$$

其中,  $\gamma_0$  为截距项,  $\gamma_1 \sim \gamma_9$  为各变量系数。这个估计值也就是  $Q$  的真实值与相应的残差的差, 即  $\hat{Q}_i = Q_i - \hat{u}_i$ ,  $\hat{u}_i$  为残差。

为每个 CEO 过度自信的样本找到最接近的  $\hat{Q}_i$  值, 就等价于为每个样本公司找到了公司特征最相似的配对样本, 即通过  $\min(|\hat{Q}_j - \hat{Q}_k|)$ ,  $\hat{Q}_j$  为 CEO 过度自信公司托宾  $Q$  的估计值,  $\hat{Q}_k$  为 CEO 非过度自信公司托宾  $Q$  的估计值, 可以找到每一个与 CEO 过度自信公司最匹配的样本, 从而得到相同数量的 253 个匹配样本。表 6 为两个对比样本组的描述性统计。

从表 6 可知, 样本组与匹配组的绝大多数变量的均值和标准差都相差较小, 可见, 这样的匹配能使除本研究主要变量以外的其他特征尽可能地保持一致, 样本匹配效果较好, 从而使所研究的变量之间的关系更有说服力。

针对由 253 个过度自信样本和 253 个匹配样本所构成的 506 个配对样本, 对模型 1 和模型 2 进行稳健性检验, 表 7 是稳健性检验的回归分析结果。

从表 7 可以看出, 两模型调整后的拟合优度分别达到 0.33 和 0.35。模型 1 中,  $Dual$  不显著, 而其与  $OC$  交叉项在 5% 的水平上显著, 系数为 -1.03; 在模型 2 中,  $Dual$  依然不显著, 其与  $OC$  交叉项的系数为 -1.16, 同样在 5% 的水平上显著。CEO 两职状态与公司业绩的关系从之前的显著正相关变为不显著, 但是其与过度自信变量交叉项检验结果与前文全样本一致, 依然支持  $H_1$ 。模型 1 和模型 2 中, 独立董事比例和其与过度自信变量  $OC$  的交叉项都不显著, 也与前文的结论一致。控制变量大多与前文结果一致, 其中资产负债率依然显著为负, 年份哑变量依然显著为正, 营业收入增长率从不显著变为显著, 但影响较小, 而第 2 ~ 第 5 大股东持股比例从显著变为不显著, 这可能是由于配对导致变量变异较小有关。整体上本研究的检验结果较为稳健。



表6 CEO过度自信组与匹配组描述性统计  
Table 6 Descriptive Statistics of CEO Overconfidence Group and Match Group

变量	过度自信组					匹配组				
	均值	中位数	最大值	最小值	标准差	均值	中位数	最大值	最小值	标准差
<i>Q</i>	2.47	1.87	15.08	0.85	2.00	2.49	1.97	20.91	0.80	1.90
<i>Dual</i>	0.53	0.50	1	0	0.22	0.50	0.50	1	0	0.25
<i>NED</i>	0.36	0.33	1	0.15	0.07	0.36	0.33	0.75	0	0.07
<i>LEV</i>	47.99	49.96	86.25	7.23	17.21	49.32	51.42	83.34	8.21	17.15
<i>lnTA</i>	21.74	21.68	25.40	19.73	1.00	21.64	21.58	24.77	19.23	1.03
<i>Growth</i>	16.76	14.00	127.99	-63.46	28.81	18.55	13.87	241.76	-72.67	35.56
<i>Risk</i>	12.25	9.99	47.26	0.23	9.85	13.53	11.53	63.80	0.25	10.41
<i>H<sub>1</sub></i>	32.89	31.07	78.94	5.18	13.73	38.38	38.14	74.15	8.94	14.90
<i>H<sub>2-5</sub></i>	144.51	57.25	142.72	0.10	200.83	137.53	37.28	990.63	0.07	201.33
<i>BS</i>	9.37	9	19	1	2.00	9.37	9	16	1	2.15
<i>BM</i>	9.21	9	27	2	3.52	9.24	9	32	1	4.06
<i>State</i>	0.53	1	1	0	0.49	0.65	1	1	0	0.47
观察值			253					253		

表7 配对样本稳健性检验回归结果  
Table 7 Robust Test Regression Results of Match Sample

变量	模型1			模型2		
	系数	<i>t</i> 值	<i>p</i> 值	系数	<i>t</i> 值	<i>p</i> 值
截距项	6.48***	3.25	0.00	8.32***	4.16	0.00
<i>Dual</i>	0.64	1.52	0.12	0.65	1.57	0.11
<i>NED</i>	-2.57	-1.05	0.29	-1.89	-0.81	0.41
<i>OC</i>	-1.07	-1.04	0.29	-0.94	-0.89	0.36
<i>Dual · OC</i>	-1.03**	-2.03	0.04	-1.16**	-2.21	0.02
<i>NED · OC</i>	4.28	1.46	0.14	4.38	1.45	0.14
<i>LEV</i>	-0.03***	-4.66	0.00	-0.03***	-4.73	0.00
<i>lnTA</i>	-0.12	-1.17	0.24	-0.26***	-2.86	0.00
<i>Growth</i>	0.01***	3.59	0.00	0.01***	3.59	0.00
<i>Risk</i>	-0.01	-1.36	0.17	-0.01	-1.11	0.26
<i>Year</i>	1.71***	12.17	0.00	1.74***	12.17	0.00
<i>H<sub>1</sub></i>				-0.03	-1.16	0.24
<i>H<sub>1</sub><sup>2</sup></i>				0.00*	1.67	0.09
<i>H<sub>2-5</sub></i>				0.00	0.58	0.56
<i>BS</i>				0.09*	1.88	0.06
<i>BM</i>				0.01	0.46	0.64
<i>State</i>				-0.08	-0.60	0.54
<i>R</i> <sup>2</sup>		0.34			0.37	
调整 <i>R</i> <sup>2</sup>		0.33			0.35	
<i>F</i> 值对应 <i>p</i> 值		0.00			0.00	

注:被解释变量为托宾 *Q* 值,系数检验值为怀特异方差一致协方差的估计结果。

## 5 结论

本研究在公司股票价格增长幅度小于大盘增长幅度情况下,以 CEO 持有公司股票的数量增加或者保持不变为标准,衡量 CEO 是否存在过度自信,建立全样本和匹配样本两个样本组,在控制公司特征变量和治理结构变量的基础上构建两个回归模型,对 CEO 两职合一程度和独立董事比例与公司经营业绩之间的关系分别进行回归分析,并利用匹配样本对回归结果进行稳健性检验,得到如下结论。

(1) 全样本回归分析的结果表明,在两个模型中,CEO 两职状态的系数显著正相关,过度自信变量不显著,但二者的交叉项显著为负。说明如果 CEO 是过度自信的,那么 CEO 两职合一对公司业绩有负向影响,两职分离可以有效地纠正由于 CEO 过度自信而导致的投资决策及其他经营决策的可能偏差;而如果 CEO 不是过度自信的,CEO 两职合一状态与公司业绩之间则没有这样的关系。验证了  $H_1$ 。

(2) 全样本回归分析中,两个模型中独立董事比例变量都不显著,而且其与 CEO 过度自信变量的交叉项也不显著。说明不论 CEO 是否过度自信,独立董事都没有对公司业绩产生较为显著的影响,这与  $H_2$  不吻合。这是由于  $H_2$  是基于独立董事制度能够正常发挥作用情况下的推断,实证结果显然表明,中国的独立董事制度仍然存在一定的机制缺陷,独立董事成为应付监管部门的规定而采取的形式安排,没能很好的承担起应有的监督职能。

(3) 根据并购频度衡量 CEO 过度自信以及根据 CEO 过度自信样本的特征构建匹配样本对回归过程进行稳健性检验,基于 CEO 过度自信的 CEO 两职状态和独立董事比例与公司业绩关系都较好地通过了稳健性检验。进一步说明两职分离可以有效地改善 CEO 存在过度自信的公司的经营业绩,而独立董事比例对公司经营业绩的影响则都不显著,这与全样本的回归结果是一致的,表明实证结论具有较好的稳健性。

根据过度自信的衡量标准,本研究只能选择2007年和2008年两年的数据,因此研究结论是否稳定和可靠还有待今后进一步的验证。

## 参考文献:

- [1] Baker M, Ruback R S, Wurgler J. Behavioral Corporate Finance [C] // E Eckbo E B. The Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance. New York: Elsevier Press, 2007: 147-178.
- [2] Morck R. Behavioral Finance in Corporate Governance - Independent Directors and Non-Executive Chairs [R]. National Bureau of Economic Research Working Paper, 2004.
- [3] Adams R B, Ferreria D. A Theory of Friendly Boards [J]. The Journal of Finance, 2007, 62(1): 217-250.
- [4] Boyd B K. CEO Duality and Firm Performance: A Contingency Model [J]. Strategic Management Journal, 1995, 16(4): 301-312.
- [5] Bhagat S, Bolton B. Corporate Governance and Firm Performance [J]. Journal of Corporate Finance, 2008, 14(3): 257-273.
- [6] Rechner P L, Dalton R D. CEO Duality and Organizational Performance: A Longitudinal Analysis [J]. Strategic Management Journal, 1991, 12(2): 155-160.
- [7] Brickley J A, Coles J L, Jarrell G. Leadership Structure: Separating the CEO and Chairman of the Board [J]. Journal of Corporate Finance, 1997, 3(3): 189-220.
- [8] Elsayed K. Does CEO Duality Really Affect Corporate Performance? [J]. Corporate Governance, 2007, 15(6): 1203-1214.
- [9] 吴淑琨, 柏杰, 席酉民. 董事长与总经理两职的分离与合一——中国上市公司实证分析 [J]. 经济研究, 1998(8): 21-28.  
Wu S K, Bai J, Xi Y M. CEO Duality—Evidence from Chinese Listed Companies [J]. Economic Research Journal, 1998(8): 21-28. (in Chinese)
- [10] 于东智, 谷日立. 公司的领导权结构与经营绩效 [J]. 中国工业经济, 2002(2): 70-78.  
Yu D Z, Gu R L. Leadership Structure of Corporation and Performance [J]. China Industrial Economy, 2002(2): 70-78. (in Chinese)
- [11] 于东智. 董事会、公司治理与绩效——对中国上市公司的经验分析 [J]. 中国社会科学, 2003(3): 29-41.  
Yu D Z. Board of Directors, Corporation Governance and Performance: An Empirical Analysis of Listed Companies in China [J]. Social Sciences in China, 2003(3): 29-41. (in Chinese)
- [12] 白重恩, 刘俏, 陆洲, 宋敏, 张俊喜. 中国上市公司治理结构的实证研究 [J]. 经济研究, 2005(2): 81-91.  
Bai C N, Liu Q, Lu Z, Song M, Zhang J X. An Empirical Study on Chinese Listed Firms' Corporate Governance [J]. Economic Research Journal, 2005(2): 81-91. (in Chinese)
- [13] 蒲自立, 刘芍佳. 公司控制中的董事会领导结构和公司绩效 [J]. 管理世界, 2004(9): 117-130.  
Pu Z L, Liu S J. Board Structure and Corporate Performance in Corporate Control [J]. Management World, 2004(9): 117-130. (in Chinese)
- [14] Peng M W, Zhang S, Li X. CEO Duality and Firm Performance during China's Institutional Transitions [J]. Management and Organization Review, 2007, 3(2): 205-225.
- [15] 宋逢明, 袁萍, 高峰. 国有大股东是否影响中国

- 公司的董事会治理? [R]. 北京:清华大学, 2006.
- Song F M, Yuan P, Gao F. Does Large State Shareholders Affect the Corporate Governance of Chinese Board of Directors? [R]. Beijing: Tsinghua University, 2006. (in Chinese)
- [16] Rosentein S, Wyatt J G. Outside Directors, Board Independence and Shareholder Wealth [J]. *Journal of Financial Economics*, 1990, 26(2): 175-191.
- [17] 高明华, 马守莉. 独立董事制度与公司绩效关系的实证分析——兼论中国独立董事有效行权的制度环境 [J]. *南开经济研究*, 2002(2): 64-68.
- Gao M H, Ma S L. Empirical Research of the Independent Directors and Corporate Performance——The Efficiency of Chinese Independent Director System [J]. *Nankai Economic Studies*, 2002(2): 64-68. (in Chinese)
- [18] 王跃堂, 赵子夜, 魏晓雁. 董事会的独立性是否影响公司绩效 [J]. *经济研究*, 2006(5): 62-73.
- Wang Y T, Zhao Z Y, Wei X Y. Does Independence of the Board Affect Firm Performance? [J]. *Economics Research Journal*, 2006(5): 62-73. (in Chinese)
- [19] 宁家耀, 王蕾. 中国上市公司董事会行为与公司绩效关系实证研究 [J]. *管理科学*, 2008, 21(2): 9-17.
- Ning J Y, Wang L. Empirical Test on the Relationship between Board Activity and Corporation Performance in Chinese Listed Company [J]. *Journal of Management Science*, 2008, 21(2): 9-17. (in Chinese)
- [20] Agrawal A, Knoeber R C. Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1996, 31(3): 377-397.
- [21] Donaldson L, Davis J H. Boards and Company Performance: Research Challenges the Conventional Wisdom [J]. *Corporate Governance*, 1994, 2(3): 151-160.
- [22] Ford H. Outside Directors and the Privately-Owned Firm: Are They Necessary? [J]. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 1988, 13(1): 49-57.
- [23] Tian J J, Lau C M. Board Composition, Leadership Structure and Performance in Chinese Shareholding Companies [J]. *Asia Pacific Journal of Management*, 2001, 18(2): 245-263.
- [24] Duchin R, Matsusaka J G, Ozbas O. When Are Outside Directors Effective? [J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, 96(2): 195-214.
- [25] 郑志刚, 吕秀华. 董事会独立性的交互效应和中国资本市场独立董事制度政策效果的评估 [J]. *管理世界*, 2009(7): 33-44.
- Zheng Z G, Lv X H. The Interactive Effects of the Independence of the Board of Directors, and an Evaluation of the Effectiveness of the Policies for the System of Independent Directors in China's Capital Markets [J]. *Management World*, 2009(7): 33-44. (in Chinese)
- [26] Heaton J B. Managerial Optimism and Corporate Finance [J]. *Financial Management*, 2002, 31(2): 33-45.
- [27] Malmendier U, Tate G. CEO Overconfidence and Corporate Investment [J]. *The Journal of Finance*, 2005, 60(6): 2261-2270.
- [28] Malmendier U, Tate G. Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction [J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 89(1): 20-43.
- [29] Liu Y. Damned Out of Their Own Mouth: CEO Overconfidence in M&A Decision-making and Its Impact on Firm Performance [C] // American Accounting Association Annual Meeting. New York, 2009.
- [30] Glaser M, SchÄafers P, Weber M. Managerial Optimism and Corporate Investment: Is the CEO Alone Responsible for the Relation? [C] // AFA 2008 New Orleans Meetings Paper, 2008.
- [31] Ben-David I, Graham J R, Harvey C R. Managerial Overconfidence and Corporate Policies [C] // AFA Chicago Meetings Paper, 2007.
- [32] 郝颖, 刘星, 林朝南. 我国上市公司高管人员过度自信与企业投资决策的实证研究 [J]. *中国管理科学*, 2005(5): 142-148.
- Hao Y, Liu X, Lin C N. An Empirical Research on the General Manager Overconfidence and Investment Decision for the Listed Companies Decision for the Listed Companies [J]. *Chinese Journal of Management Science*, 2005(5): 142-148. (in Chinese)
- [33] 余明桂, 夏新平, 邹振松. 管理者过度自信与企业激进负债行为 [J]. *管理世界*, 2006(8): 104-112.
- Yu M G, Xia X P, Zou Z S. The Relationship between Managers' Overconfidence and Enterprises' Radical Behavior in Incurring Debts [J]. *Management World*, 2006(8): 104-112. (in Chinese)
- [34] 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.
- [35] 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): 97-107.
- Ye B, Yuan J G. Managerial Confidence, Corporate Investment and Firm Value: Evidence from Chinese

- Listed Companies [ J ]. China Soft Science, 2008 (2):97-107. (in Chinese)
- [36] 张荣武,刘文秀. 管理者过度自信与盈余管理的实证研究[J]. 财经理论与实践, 2008(1):72-77.
- Zhang R W, Liu W X. An Empirical Study on Managerial Overconfidence and Earnings Management [ J ]. The Theory and Practice of Finance and Economics, 2008(1):72-77. (in Chinese)
- [37] 李涛. 国有股权、经营风险、预算软约束与公司业绩:中国上市公司的实证发现[J]. 经济研究, 2005(7):77-89.
- Li T. State Ownership, Operational Risk, Soft Budget Constraint, and Firm Performance: Empirical Evidence from China's Listed Companies [ J ]. Economics Research Journal, 2005(7):77-89. (in Chinese)
- [38] Roll R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers [ J ]. Journal of Business, 1986, 59 (2): 197-216.
- [39] 谢海东. 基于过度自信理论的公司并购行为分析[J]. 现代财经, 2006(10):37-40.
- Xie H D. Analysis on Companies' Takeover Based on Overconfidence Theory [ J ]. Modern Finance Economics, 2006(10):37-40. (in Chinese)
- [40] 傅强, 方文俊. 管理者过度自信与并购决策的实证研究[J]. 商业经济与管理, 2008(4):76-80.
- Fu Q, Fang W J. An Empirical Research on the Manager Overconfidence and Acquisition Decision [ J ]. Journal of Business Economics, 2008(4):76-80. (in Chinese)
- [41] 史永东, 朱广印. 管理者过度自信与企业并购行为的实证研究[J]. 金融评论, 2010(2):73-82.
- Shi Y D, Zhu G Y. An Empirical Study on the Relationship between Managerial Overconfidence and Corporate Mergers and Acquisitions [ J ]. Chinese Review of Financial Studies, 2010(2):73-82. (in Chinese)

## CEO Overconfidence, Board Structure and Firm Performance

RAO Yu-lei, WANG Jian-xin

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

**Abstract:** Take CEO overconfidence into account to study how the CEO duality and independent directors ratios affect firm performance. Through using the change of CEO holding his own firm stocks to measure CEO overconfidence, the study built two research samples, full companies, overconfident CEO companies and its matched companies. After controlling the necessary variables, the empirical results show that there is a significant negative relationship between CEO duality and firm performance in firms with overconfident CEOs, while such relationship doesn't exist in firms with non-overconfident CEOs, which indicates that splitting of CEO and chairman has positive effect on the irrational decisions caused by CEO overconfidence. However, there isn't a significant relationship between ratio of independent directors and firm performance in both sample groups. At last, the study made two robust tests. At first we use acquisition to measure CEO overconfidence, then we use match sample to run the regression, and the results keep still in both tests.

**Keywords:** corporate governance; overconfidence; CEO duality; independent directors

**Received Date:** April 9<sup>th</sup>, 2010    **Accepted Date:** August 24<sup>th</sup>, 2010

**Funded Project:** Supported by the National Natural Science Foundation of China(70872111, 70672106)

**Biography:** Dr. RAO Yu-lei, a Sichuan Zizhong native(1964 - ), graduated from Central South University and is a professor and Ph. D. advisor in the School of Business at Central South University. Her research interests include behavioral finance, corporate governance, etc.

E-mail: yuleirao@sina.com

□