管理者过度自信研究最新进展

胡国柳, 孙 楠
(海南大学经济与管理学院, 海南 海口 570228)

摘 要: 行为经济学家和心理学家将认知心理学的理论及研究范式引入到企业财务经济学研究领域, 提出了管理者过度自信的命题, 并围绕这一命题从理论与实证角度展开了大量富有成效的研究。本文从管理者过度自信的内涵、影响因素及其度量三个角度对国内外学者的相关成果进行了梳理[1], 在评析现有研究成果的基础上, 对该领域未来的研究方向进行了展望。

关键词: 管理者; 过度自信; 内涵; 度量; 影响因素
中图分类号: F270 文献标识码: A 文章编号: 1004-4892(2011)04-0111-05

近年来, 管理者的非完全理性对公司财务决策所造成的影响引起了学术界的重视, 公司行为金融研究获得了长足的发展。其中最难以克服的管理者非理性行为是过度自信, 它被称为认知心理学中最稳健的发现。目前的研究主要集中在对管理者过度自信存在性的验证、过度自信度量指标的甄选、过度自信对公司财务决策的影响及过度自信的纠偏。由于过度自信涉及人类心理与行为研究, 以什么变量衡量管理者过度自信是制约研究发展的瓶颈。因此, 本文基于管理者非理性视角, 试图对管理者过度自信的相关研究进行梳理和评述。

一、管理者过度自信的内涵

(一) 过度自信的内涵

已有心理学文献将过度自信分为三个不同方面: (1) 过高估计 (unrealistic optimism)。Miller 等 (1975) 等研究认为人们往往高估自身的实际能力、行为、控制水平和成功可能性[1]。(2) 过高定位 (better than average)。Larrick (2007) 等研究发现大多数人认为自身能力与其他人相比是高于平均水平的[2]。(3) 过高精确 (narrow confidence intervals)。Griffin, et al. (2004) 让实验者估计带有具体数字答案问题的 90% 的置信区间, 结果显示该置信区间过于狭窄, 表明人们自信他们是知道正确答案的[3]。

过度自信的三个不同方面已得到学术界的一致认可, 但关于三个不同方面的心理基础和相互之间的联系还无统一定论。目前学者的最新研究有: Moore 和 Small (2007) 所代表的回归假设理论认为, 当人们在一个难度水平较大的任务中, 过高估计他们的能力时, 他们会出现过低定位自己的情

收稿日期: 2011-05-30
基金项目: 国家自然科学基金资助项目 (71062009)
作者简介: 胡国柳 (1968-), 男, 湖南邵阳人, 海南大学经济与管理学院教授, 博士; 孙楠 (1987-), 女, 安徽蚌埠人, 海南大学经济与管理学院硕士生。

[1] 关于管理者过度自信问题的一个重要领域是有关管理者过度自信与企业财务决策行为关系研究。由于篇幅的限制, 课题组成员将在另一篇论文中单独讨论。

© 1994-2013 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.n

况，相反，当人们在一个难度水平较小的任务中，过低估计他们的能力时，会出现过高定位自己的情况[4]。Moore（2008）以贝叶斯逻辑更新原则为基础，认为过高估计和过高定位呈现负相关[5]。

（二）管理者过度自信的定义

管理者过度自信是指管理者高估自身决策能力和信息的准确性，高估公司未来业绩而低估风险。目前学者对于管理者过度自信的定义从能力、信息、风险角度分主要有三种：（1）Gervais，et al.（2003）建立的两阶段资本预算模型将过度自信的管理者定义为过高估计自身决策能力，同时低估了决策失败的概率的管理者[6]。（2）过度自信管理者将判断噪音信号的质量过高。Bernardo 和 Welch（2001）从信息层叠的角度，认为过度自信管理者高估自身信息的准确性，并以此信息进行决策，而忽视其他信息[7]。（3）Landier 和 Thesmar（2009）认为过度自信管理者将低估企业风险，而高估公司未来业绩[8]，Iribar 和 Yang（2010）等对其进行了实证检验[9]。

（三）管理者过度自信的心理表现

（1）自我归因偏差（self-attribution bias），即人们倾向于把他们的成功归因于自身的能力和技能。Doukas 和 Petmezas（2007）等证实了管理者倾向于将首次成功归于自己出色的能力[10]。（2）控制幻觉（control illusion），即指当人们采取一些行动试图控制结果时，某些控制行为其实与结果如何并无关系。March、Shapira（1987）等的研究表明，管理者更容易有控制幻觉，并且更容易严重低估项目失败的可能性[11]。（3）知识幻觉（knowledge illusion），指人们往往过高的估计自己掌握知识的精确性和对不确定事情判断的准确性。Russo 和 Shoemaker（1992）的研究发现 CEO 具有此种表现[12]。（4）过度乐观（excessive optimism），指人们会高估有利事件的可能性。Cooper、Woo（1989）等通过对企业家的调查显示，管理者常常高估企业的存活概率[13]。

二、管理者过度自信的的影响因素

与心理学研究相比，导致管理者决策过程中产生过度自信的原因更为具体，从个体特征和组织环境两大方面概括起来主要有以下影响因素。

（一）个体特征方面的影响因素

从个体特征方面看，影响管理者过度自信的因素主要有：（1）成功经验。Gervais 和 Odean（2001）研究表明管理者的成功经验可能导致其变得过度自信[14]。（2）控制幻觉。Camerer 和 Lovallo（1999）的研究表明，过度自信的管理层觉得事情在自己控制之中，对风险不敏感[15]。（3）关心程度。Moore 和 Kim（2003）发现过度自信在人们关注的事情上表现更为显著[16]。随着股票、期权等激励方式的运用，企业高管的人力资本价值日益与企业市场回报紧密关联，高管对其企业决策的结果表现出极大的关心，更容易过度自信。（4）专业知识。Landier 和 Thesmar（2009）的研究证实了教育程度越高的企业家越乐观[8]。

（二）组织环境方面的影响因素

从组织环境方面看，影响管理者过度自信的因素主要有：（1）难易效应。Bernardo 和 Welch（2001）认为公司的经营过程非常复杂，管理者所承受任务的艰巨性会使他们倾向于过度自信[7]。（2）学习效应的不适用性。Moore 认为企业的管理者特别是高层管理者所从事的工作中很少会有不断重复的例行公事，每一次重大决策很难与以往的经验对照，由于无法通过参照过去的“行为坐标”来对目前行为进行判断，产生盲目的成功感，这种特殊的决策环境导致过度自信的产生。（3）信息反馈的缺乏。Kahnemann 和 Lovallo（1993）指出，决策的结果反馈有利于管理者认识错误，提高决策质量[17]。但企业管理者决策的结果通常会延迟出现，如兼并收购等活动的效果常常滞后几年才能看到。管理者难以得到决策结果的及时回馈，导致其过度自信的心理偏误难以纠正。（4）竞

© 1994-2013 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.n

争机制。Goel 和 Thakor（2008）通过建立锦标赛模型证明，管理者的过度自信来源于经理人对公司领导地位的竞争，选拔标准造成只有自信者才能够从竞争中脱颖而出[18]。（5）选择性偏差。自信心强的人通常能自如地表现自己的能力甚至超水平表现，因而更容易受到企业的关注。黄健柏（2007）等证明管理者比一般人更加过度自信可能原因是选择偏差[19]。（6）公司治理结构。Morck（2007）研究发现，在股权集中度较高，监督机制不完善的情况下，会导致管理者过度自信的心理很难及时矫正；相反，股权相对分散，独立董事比例较高的企业中，管理者过度自信的心理更容易因为外部环境制约而减弱[20]。（7）文化差异。Yates（1998）等的研究表明过度自信心理具有明显的国别差异[21]。

三、管理者过度自信的度量

过度自信作为一种心理特征，很难直接观察和度量。管理者过度自信的实证研究相对滞后，以什么变量衡量管理者过度自信是制约实证研究进一步深入开展的瓶颈。（1）根据管理者个人特征判断。江伟（2010a，2010b）从高管人口学出发采用主成分分析法，结合我国上市公司总经理的年龄、任职时间、学历及教育背景这四个替代变量，通过客观赋权法构建管理者过度自信的替代变量[22][23]。（2）根据管理者持股情况判断。郝颖等（2005）根据高管持股情况，将样本分为过度自信样本（3 年内持股量增加）、适度自信样本（持股量在 3 年内未减少）和全样本[24]。Glaser 和 Schafers（2008）通过对管理者在股市的交易次数来衡量其过度自信，如果管理者购买的次数大于出售的次数可以判定为过度自信[25]。（3）根据管理者行权情况判断。Malmendier 和 Tate（2005a）以行权期内管理者持有本公司期权的数量是否净增长作为衡量的指标，研究发现相当一部分管理者在股价高涨的过程中不执行期权，从而证实了过度自信心理的存在[26]。（4）根据管理者对企业的盈余预测判断。Lin et al.（2005）较早将预测公司预测的年度盈利水平超过实际水平的管理者视为过度自信，对台湾地区的数据进行了检验[27]。Hribar 和 Yang（2007）发现过度自信增加了管理者在自愿披露盈余预测方面的乐观偏差，导致过于乐观的盈余预测[28]。（5）根据管理者的并购行为判断。Aktas et al.（2006）认为过度自信的 CEO 在并购之类的复杂交易中会低估并购风险或高估收益，并急于进行多次并购的活动[29]。Doukas 和 Petmezas（2007）将三年内进行五次或五次以上并购活动的管理者视为过度自信[30]。吴超鹏等（2008）在管理者行为与连续并购绩效的理论与实证研究中以“首次并购成功与否”来度量管理者是否过度自信[31]。（6）根据管理者偏离校准的程度判断。Ben-David et al.（2007）以 CFO 是否偏离校准作为过度自信的替代变量[32]。Ben-David et al. 通过计算 CFO 关于预期股票市场收益（S&P500）的置信区间的狭窄情况，通过检查事后市场实际值是否落在由 CFO 事先估计的置信区间内来判断 CFO 是否偏离校准。（7）对管理者进行问卷调查判断。Puri 和 Robinson（2007）等通过对经理人日常生活中的相关事件的问卷调查结果来判断其是否过度自信，如果在生活中表现为过度自信，则经理人在工作中也会过度自信[33]。（8）根据管理者身份判断。Barros 和 Silveira（2007）把 CEO 或董事会主席是企业的创办者或继承人，或持有 50% 以上的普通股作为过度自信的替代指标[34]。

四、简要评析与研究展望

从管理者非理性角度考察公司金融行为弥补了传统公司金融理论的不足，有助于深化和丰富我们对公司财务决策过程的认识。但总的说来，国内外学者关于管理者过度自信的研究起步较晚，无论是研究内容还是研究方法都存在不足。

© 1994-2013 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.n

关于管理者过度自信的内涵、影响因素以及度量指标，尚存在的或有待解决的问题：(1) 由于实验过程中各个环节的不同操作以及实验本身所依据的理论背景，关于过度自信三个不同方面的心理基础和相互之间的联系还无统一定论。(2) 对管理者过度自信的内涵界定过于狭窄，仅从少数几个方面加以界定，主观因素比较多。(3) 对过度自信影响因素研究多数采用少数几个成因加以诠释，不够全面与客观。(4) 对管理者过度自信影响因素研究多数采用定性分析，缺少定量依据（比如各种影响因素的大小及其贡献率）。(5) 现有的过度自信度量指标不够科学，例如根据并购次数的评价方法噪声过多，不能作为衡量管理者过度自信的主流方法；鉴于管理者与消费者或企业家对行业生产经营状况的判断与预期存在一定的差异，以外界参照变量作为过度自信的代理变量可能存在偏误；以管理者身份的评判方法不太客观。(6) 在过度自信测度方法上，大部分文献采用单一指标评判管理者过度自信，缺乏科学性，没有建立过度自信的综合评价指数。(7) 现有的研究多以发达国家或地区、尤其是美国企业作为研究样本，在样本采集上具有明显的区域限制。(8) 出于研究简化，管理者过度自信模型并未考虑不对称信息条件下的逆向选择和道德风险问题，削弱了结论的可靠性。(5) 相关实证研究仅针对企业关键决策者（如 CEO、董事长或 CFO 等）展开，对依赖群体决策的企业，其结论的实用性值得怀疑。

未来有待研究的关于管理者过度自信问题方面的重要课题包括：(1) 过度自信准确测度指标的探索与构建仍是未来研究中值得关注的关键问题。对过度自信等行为偏差进行深入的研究应在实验研究的基础上结合心理学、社会学、经济学等方面的知识，依托不同理论框架下进行理论体系的构建和实验方法的提炼和总结。已有的有限的文献或者是定性研究，或者在定量研究中过度自信指标的界定难以令人信服，建议加强对高管的心理实验研究，搜集和补充经验证据，结合现有的衡量方法，采用计量经济学方法，构建一个衡量管理者自信的指数，作为不同企业管理者自信程度的替代变量。(2) 个体心理特征与认知规律具有深刻的文化和社会制度背景，国外心理学家进行了大量的实验研究，发现过度自信心理具有明显的国别差异。因此，未来针对我国企业管理者心理特征开展相应专题研究就显得格外必要。

参考文献：

[1] Miller D. T., Ross M. Self- serving Biases in the Attribution of Causality: Fact or Fiction? [J]. Psychological Bulletin, 1975, Vol. 82, pp. 213- 225.

[2] Larrick R. P., Burson K. A., Soll J. B. Social Comparison and Confidence: When Thinking You're Better than Average Predicts Overconfidence (and When it does not) [J]. Organizational Behavior and Human Decision Processes, 2007, Vol. 102, pp. 76- 94.

[3] Griffin D., Brenner L. Blackwell Handbook of Judgment and Decision Making [M]. Boston: Blackwell Publishing, 2004.

[4] Moore D. A., Small D. A. Error and Bias in Comparative Judgment: On being Both Better and Worse than We think We are [J]. Journal of Personality and Social Psychology, 2007, Vol. 92, pp. 972- 989.

[5] Moore D. A, Healy P. J. The Trouble With Overconfidence [J]. Psychological Review, 2008, Vol. 115, pp. 502- 517.

[6] Gervais S., Heaton J. B., Odean T. Overconfidence, Investment Policy and Executive Stock Options [R]. Rodney L. White Center for Financial Research Working Paper, 2003.

[7] Bernardo A. E., Welch I. On the Evolution of Overconfidence and Entrepreneurs [J]. Journal of Economics & Management Strategy, 2001, Vol. 10, pp. 301- 330.

[8] Landier A., David T. Financial Contracting with Optimistic Entrepreneurs [J]. Review of Financial Studies, 2009, Vol. 22, pp. 117- 150.

[9] Hribar P., Yang H. CEO Overconfidence, Management Earnings Forecasts and Earning Mamgement [R]. SSRN Working Paper, 2010.

[10] Doukas J. A., Petmezas D. Acquisitions, Overconfident Managers and Self-attribution Bias [J]. European Financial Management, 2007, Vol. 13, pp. 531- 577.

[11] March J. G., Shapira Z. Managerial Perspectives on Risk and Risk Taking [J]. Management Science, 1987, Vol. 33, pp. 1404- 1408.

[12] Russo J. E., Schoemaker P. J. H. Managing Overconfidence [J]. Sloan Management Review, 1992, Vol. 33, pp. 7- 17.

© 1994-2013 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.n

[13] Cooper A. C., Woo C. Y., Dunkelberg W. C. Entrepreneurship and the Initial Size of Firms [J]. Journal of Business Venturing, 1989, Vol. 4, pp. 317- 332.
[14] Gervais S., Odean T. Learning to be Overconfident [J]. The Review of Financial Studies, 2001, Vol. 14, pp. 1- 27.
[15] Camerer C., Lovallo D. Overconfidence and Excess Entry: An Experimental Approach [J]. American Econmic Review, 1999, Vol. 89, pp. 306- 318.
[16] Moore D., Kim T. Myopic Social Prediction and the Solo Comparison Effect [J]. Journal of Personality and Social Psychology, 2003, Vol. 85, pp. 1121- 1135.
[17] Kahnemann D., Lovallo D. Timid Choices, Bold Forecasts: A Cognitive Perspective on Risk- taking [J]. Management Science, 1993, Vol. 39, pp. 17- 31.
[18] Goel A. M., Thakor A. V. Overconfidence, CEO Selection and Corporate Governance [J]. The Journal of finance, 2008, Vol. 6, pp. 2737- 2784.
[19] 黄健柏, 杨涛, 朱学红. 基于过度自信的相关研究及应用综述 [J]. 预测, 2007, (3): 1- 7.
[20] Morck R., Chun H., Yeung B. Y., et al. Creative Destruction and Firm- Specific Performance Heterogeneity [R]. NBER Working Paper Series, 2007.
[21] Yates J. F., Lee J. W., Shinotsuka H., et al. Cross- cultural Variations in Probability Judgement Accuracy: Beyond general Knowledge Overconfidence? [J]. Organizational Behavior and Human Decision Processes, 1998, Vol. 74, pp. 89- 117.
[22] 江伟. 管理者过度自信、融资偏好与公司投资 [J]. 财贸研究, 2010, (1): 130- 137.
[23] 江伟. 董事长过度自信与管理层薪酬——基于中国上市公司的实证分析 [J]. 中大管理研究, 2010, (5): 64- 84.
[24] 郝颖, 刘星, 林朝南. 我国上市公司管理人员过度自信与投资决策的实证研究 [J]. 中国管理科学, 2005, (5): 142- 148.
[25] Glaser, Schafers, Weber. Managerial Optimism and Corporate Investment: Is the CEO Alone Responsible for the Relation [C]. The 15th annual meeting of the German Finance Association, 2008.
[26] Malmendier U., Geoffrey T. CEO Overconfidence and Corporate Investment [J]. Journal of Finance, 2005, Vol. 6, pp. 2661- 2700.
[27] Lin Y., Hu S., Chen M. Managerial Optimism and Corporate Investment: Some Empirical Evidence from Taiwan [J]. Pacific- Basin Finance Journal, 2005, Vol. 13, pp. 523- 546.
[28] Hribar P., Holly Yang. Does CEO Overconfidence Affect Management Forecasting and Subsequent Earnings Management? [R]. SSRN Working Paper, 2007.
[29] Aktas N., Eric de Bodt, Roll R. Hubris, Learning and M&A Decisions: Empirical Evidence [J]. SSRN Working Paper, 2006.
[30] Doukas J. A., Petmezas D. Acquisitions, Overconfident Managers and Self- attribution Bias [J]. European Financial Management, 2007, Vol. 13, pp. 531- 577.
[31] 吴超鹏, 吴世农, 郑方. 管理者行为与连续并购绩效的理论与实证研究 [J]. 管理世界, 2008, (7): 126- 122.
[32] Ben-Davis I., Graham J. R., Harvey C. R. Managerial Overconfidence and Corporate Policies [C]. AFA Chicago Meetings Paper, 2007.
[33] Puri M. Optimism and Economic Choice [J]. Journal of Financial Economics, 2007, Vol. 86, pp. 71- 99.
[34] Barros, Silveria. Overconfidence, Managerial Optimism and the Determinants of Capital Structure [R]. SSRN Working Paper, 2007.

Latest Advances in Study of Managerial Overconfidence

HU Guo-liu, SUN Nan
(School of Economics and Management, Hainan University, Haikou 570228, China)

Abstract: Behavior economists and psychologists introduced the theory and research form of cognitive psychology into the field of corporate finance. The paper proposes the proposition of managerial overconfidence and fruitful researches from a theoretical and empirical perspective. By combined recent research development of the contents, effect factors and measure metrics of managerial overconfidence, the paper comments on the results of existing research and puts forward the path of further research.

Key words: manager; overconfidence; content; measure; effect factor

(责任编辑: 化　木)

© 1994-2013 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.n