

企业业绩比较胜出与管理者过度自信

刘 柏, 琚 涛

(吉林大学商学院, 吉林 长春 130012)

摘 要:“自我归因”驱使管理者将过往成功更多的归结为自身能力,进而导致其产生过度自信的心理偏差。本文基于社会比较理论,探索企业间业绩比较与管理者过度自信的关系。以2007~2016年沪深两市A股上市公司为样本,发现业绩比较胜出促进了管理者过度自信,且这一作用仅存在于上行比较和平行比较。而在下行比较中,业绩胜出的作用仅当企业内部自我比较失败时存在;此外,在平行比较中,管理者权力对业绩比较胜出与管理者过度自信起到正向调节作用,而权力的调节作用不存在于上行比较中。本文研究结论有助于进一步探索过度自信心理偏差黑箱及其影响作用机理。

关键词:社会比较理论;企业业绩比较;过度自信;管理者权力

中图分类号:F272 **文献标识码:**A **文章编号:**1004-4892(2020)01-0065-10

一、引 言

作为企业掌控人的管理者,在晋升途中击败了大量对手,其过度自信心理偏差相当普遍^{[1][2]}。管理者过度自信往往造成沉重的经济负担。乐视前董事长贾跃亭从一开始“让我们一起,为梦想窒息”的坚定号召、到“生态化反”理论的力压群雄、再到“赴美造车”的孤注一掷,最后到“我会负责到底”的强弩之末。行动或言语,贾跃亭从始至终向公众展现自己对乐视未来的信心。然而,贾跃亭的过度自信导致乐视一步步陷入债务危机。研究发现,管理者过度自信心理偏差,确实对企业财务决策造成了广泛而深远的影响。例如,管理者过度自信导致了企业无效率投资^{[3][4]},加大了企业陷入财务困境的可能性^[5],同时带来更多的专利与专利授权^[6]。鉴于管理者过度自信普遍存在以及在公司行为决策上发挥的显著作用,探究管理者过度自信的来源意义重大。

影响管理者过度自信的因素可归结为三类:第一类,诸如经验、技能、性别和年龄等个人特征^{[7][8][9]}。第二类,诸如两职合一、独立董事比例以及薪酬等董事会特征因素^[5]。第三类,在“自我归因”驱动下,过往成功经历促进过度自信^{[10][11]}。在第三类管理者过度自信驱动因素中,对成功的评判标准局限于管理者自身现在与过去的比较。然而,这一成功的评判标准忽略了另外一个重要的维度,即本公司与其他公司比较。

社会比较被定义为通过与周围他人比较来定义自己社会特征的现象^[12]。在攀比之风盛行的现代商业丛林,过度自信往往通过与他人的比较而被激发。那么,行业间企业业绩比较胜出是否会促进管理者过度自信?不同方向的业绩比较胜出是否具有不同的影响?此外,业绩比较胜出发挥作用的边界又是什么?诸如此类的问题在过度自信心理偏差普遍存在的背景下亟待解决。

收稿日期:2019-01-13

基金项目:国家社会科学基金项目(18BJY232)

作者简介:刘柏(1971-),男,吉林长春人,吉林大学商学院教授,博士生导师;琚涛(1994-),男,安徽桐城人,吉林大学商学院博士生。

以 2007 ~ 2016 年沪深 A 股非金融类上市公司为研究样本, 通过比较同行业企业间净利润的相对大小, 本文展开实证研究。结果发现, 企业业绩比较胜出促进了管理者过度自信。以资产规模区分企业优劣, 发现业绩胜出对管理者过度自信的作用存在于上行比较和平行比较中, 而在下行比较中, 业绩胜出的作用仅当企业内部自我比较失败时存在; 在平行比较中, 管理者权力对企业业绩比较胜出与管理者过度自信起到正向调节作用, 而权力的调节作用不存在于上行比较中。

本文的贡献有以下三点: 第一, 以往文献从“自我归因”角度探索过往成功经历对管理者过度自信的影响, 本研究关注本企业与其他企业业绩比较, 探索相对业绩成功是否促进了管理者过度自信, 补充了管理者过度自信来源的相关研究。第二, 在管理学中, 对于社会比较的研究, 多从企业员工薪酬的内外部比较出发^[13]。我们通过不同企业之间业绩的相对比较, 并以企业规模为区分比较对象优劣的标准, 探索不同方向的企业业绩比较胜出对管理者过度自信解释能力的差异, 极大地丰富了社会比较理论的管理学应用。同时对投资人和管理者理性看待企业间的薪酬差距, 避免引发非理性行为偏差具有显著借鉴意义。第三, 对于管理者过度自信的研究, 现有文献针对管理者心理偏差提出了不同公司治理手段, 但单向治理也容易扼杀管理者过度自信发挥的积极作用。本文选择了更中性的角度, 从源头上探讨管理者过度自信的影响因素。本文研究有助于深入理解过度自信心理偏差黑箱, 同时有助于针对管理者过度自信偏差的有效公司治理策略的制定。

二、文献回顾与研究假设

(一) 企业业绩比较胜出与管理者过度自信

过度自信是指个体认为自己知识的准确性比事实中程度更高的信念^[14]。以往研究表明, “自我归因”是过度自信极其重要的体现^[10]。Daniel 等(1998)^[15]利用投资者对信息波动的低估程度来衡量过度自信, 探究了过往投资绩效成功与过度自信之间的关系。董梁等(2003)^[16]对中国 20 多家证券营业厅的抽样调查结果显示, 无论是个人投资者还是机构投资者都存在自我归因偏差现象。谭松涛(2013)^[17]的研究表明良好历史投资收益会通过自我归因偏差心理加剧投资者过度自信程度。Gervais 和 Odean(2001)^[18]发现成功预测下一期股利的交易员错误地更新了信念, 他们过分强调他们的成功是源于自身能力。此外, 管理者盈利预测的成功实现也使得其变得过度自信^[11]。

对于成功的感知, 还体现在与他人的比较中。行为代理理论认为, 如果自身薪酬的增加幅度低于与自己付出同等努力程度的他人, 那么即使代理人与过去的自己相比, 薪酬水平有所增加, 也会引起代理人的消极情绪^[19]。在管理学领域, 薪酬往往成为员工比较的对象, 贺伟和龙立荣(2011)^[13]发现员工的实际工资水平对工资满意度没有显著影响, 而部门内工资比较却对工资满意度有正向影响。同时, 薪酬外部不公平易引发高管“黑嫉妒”心理, 导致其寻求替代性补偿激励而增加非效率投资^[20]。在另一方面, 较高相对薪酬促使管理者认为自己是高能力者, 进而容易导致管理者变得过度自信^{[21][5]}。

逐利性动机使得经营绩效成为评判企业成败以及管理者能力的最重要维度。由于绝对绩效往往受到宏观环境的影响而波动较大, 因此与其他企业相对绩效比较成为了管理者自我评价的关键手段。因此, 绩效比较胜出将增强管理者对于成功的感知, 也进一步强化其优于常人的信念。例如, Fox 和 Weber(2002)^[22]认为相对绩效胜出即使在不改变客观绩效水平的情况下, 也能导致个体过度自信情绪加深。因此本文认为, 企业业绩比较胜出将增强管理者的成就感, 在“自我归因”偏差的驱动下, 管理者更可能将业绩成功归功于自身能力, 进而促进了其过度自信水平。因此本文提出假设 H1:

H1: 企业业绩比较胜出对管理者过度自信有正向影响。

(二) 不同方向业绩比较胜出与管理者过度自信

社会比较可分为三种类型：上行比较、平行比较和下行比较。上行比较指人们与那些比自己能力更强或社会地位更高的个体进行比较，从而寻找与他人的差距，达到自我进步的目的^[23]；平行比较指与自己能力或社会地位相差无几的个体进行比较，进而更准确地评价自我；下行比较则指人们与那些比自己能力更差或社会地位更低的个体进行比较，以缓解体验到的自尊威胁。在管理学领域，管理者往往将同行或者领先同行的相应行动作为自己的决策标准。例如，投资水平、资本结构以及负债期限结构决策受到同伴决策的显著影响^{[24][25][26]}；而 Lieberman 和 Abasa(2006)^[27]总结了已有的模仿行为研究，认为规模较大、较为成功或者较有声望的企业更容易成为模仿的对象。因此，管理者进行社会比较时，往往具有不同的比较对象。可以说，与相仿的同行企业进行比较是管理者满足一般标准、避免脱离群体的需要；而与行业领先企业进行比较则是管理者向优秀的企业学习，从而获得进步、追求卓越的需要。

因此本文认为，在上行和平行比较中，面对相仿和强大的竞争对手时，管理者根据先前的经验建立了较低的心理预期。此时，在竞争市场中处于相对劣势的企业，实现了比不差于自身的企业更好的绩效，那么企业业绩胜出将带给管理者更强烈的成就感，因此也更容易导致管理者变得过度自信。但对于下行比较，一方面由于下行企业难以成为上行企业追赶和模仿的对象，这削弱了管理者对于下行比较的需求和动力；另一方面，在与下行企业进行比较时，对于比较结果的较高预期使得管理者认为绩效比较的胜出理所应当。因此在下行比较中，企业业绩的比较优胜并不会显著促进管理者过度自信。基于以上逻辑，提出以下假设 H2a、H2b 和 H2c：

H2a：在上行比较中，企业业绩比较胜出对管理者过度自信有正向影响。

H2b：在平行比较中，企业业绩比较胜出对管理者过度自信有正向影响。

H2c：在下行比较中，企业业绩比较胜出对管理者过度自信不具有正向影响。

(三) 管理者权力对业绩比较胜出与管理者过度自信关系的调节作用

权力被认为是控制幻觉产生的来源，因此本研究选择的调节变量是管理者权力。Langer (1975)^[28]认为依靠能力或者行动，个体总是高估其对结果的影响作用从而产生控制幻觉，并且控制幻觉这一认知偏差与权力息息相关^[29]。出于对自身控制权的追求，高权力管理者对业绩比较结果应更为敏感。Keltner 等(2003)^[30]提出的“接近-抑制理论”认为增加的权力感使得个体对于积极和有价值信息更为关注。因此，在面对业绩比较胜出结果时，对于信息的积极关注使得高权力管理者更容易知觉到潜在的成功，其所激活的自我归因感更为强烈，因此更容易表现出过度自信^[31]。同时，权力本身作为至高地位的同时也更容易引发偏激行为。例如：高权力者积极地看待风险，因此更容易冒险，在决策时对自己的判断更有信心。此外，权力作为管理者抵抗反对声音的保障，使得其过度自信心理偏差在企业决策中得以充分表达与发挥。研究表明，高权力 CEO 会限制团队其他成员作用的发挥，从而导致 CEO 一人作出决策采纳与否的决定。权小锋等(2015)^[32]则从薪酬业绩敏感度视角出发，发现管理者权力越大，薪酬与操纵性业绩间的敏感度越大。可见，管理者的权力增强了其行为决策发挥作用的自主度。

本文认为，在平行比较中，业绩比较胜出尽管引起了管理者对于成功的感知，但由于比较对象与企业自身实力相仿，管理者的归因偏差可能并未发挥强烈的作用。此时权力引发的控制幻觉效应将增强管理者在业绩胜出中对自身能力的归因。而在上行比较中，自身企业与比较对象的差距使得管理者进行极低的预期设定，正因如此，企业业绩的胜出很可能对拥有不同权力的管理者均激发了强烈的过度自信，此时权力的调节作用消失。基于以上逻辑，本文提出以下假设 H3a 和 H3b：

H3a：在平行比较中，管理者权力正向调节了业绩比较胜出与管理者过度自信的关系。

H3b：在上行比较中，管理者权力对业绩比较胜出与管理者过度自信的关系没有显著影响。

三、实证研究设计

(一) 样本选择

数据来源于 2007 ~ 2016 年沪深 A 股上市公司。由于本文解释变量设置为滞后一期, 因此被解释变量时间跨度为 2008 ~ 2016; 解释变量时间跨度为 2007 ~ 2015。为保证数据的质量, 进行以下数据清理: 第一, 剔除金融行业上市公司; 第二, 剔除 ST、PT 类公司; 第三, 剔除当年上市的公司; 第四, 剔除年度内董事长发生变更的样本。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; 第五, 剔除平均行业净利润为负数的样本; 第六, 剔除资产负债率大于 1 的企业; 第七, 剔除变量存在缺失值的样本。通过筛选, 最终得到 11917 个公司 - 年度观测值。所有数据均来自 CSMAR 国泰安数据库。本文对主要连续变量进行上下 1% 水平的缩尾处理。

(二) 变量测量与定义

1. 被解释变量——管理者过度自信。管理者过度自信的度量, 主要概括为两类: (1) 基于过度自信的影响因素, 如“个体特征”^[33]、“相对薪酬”^[5]等。(2) 基于过度自信的行为表现, 如“管理者持股变化”^[3]、“盈利预测”^[34]等。现代企业中, 管理者因其人力资本不可避免地捆绑于企业当中, 从而承担巨大的经营风险, 如果管理者在巨大风险面前, 依旧坚定持有较多的自身公司股权, 过度自信的心理偏差将成为管理者分散化投资不足的一个合理解释, 而这一行为表现则体现了管理者过度自信。本文借鉴 Malmendier 和 Tate (2005)^[3]的方法, 选择管理者个人自愿增持来衡量其过度自信。剔除分红送转、公司增发新股时老股东配售以及股权激励实施这些非自愿增持的股票外, 将董事长年度内自愿持股数量大于 0 视为过度自信, 否则为非过度自信, 该变量记为 *Overc*。

2. 解释变量——企业业绩比较胜出。在企业中, 资产规模被认为评定企业优秀与否的关键指标, 而净利润则是管理者关注的重要绩效表现。因此本文将资产规模作为特定属性以区分不同方向的比较对象, 而净利润这一绩效表现作为比较目标。具体的, 将特定企业净利润超过本行业其他企业净利润平均值的程度定义为企业业绩比较胜出。此外, 本研究将同行业内资产规模在 20 分位以上的视为优秀企业组, 80 分位以下的为低劣企业组, 而处于中间的为平庸企业组。将各组企业的组内比较看作平行比较、低劣企业与平庸企业或优秀企业比较看作上行比较、平庸企业或优秀企业与低劣企业比较看作下行比较。本文将业绩上行比较胜出记作 *Scw_U*、将业绩平行比较胜出记作 *Scw_P*、将业绩下行比较胜出记作 *Scw_D*。业绩比较胜出的度量方法如下:

$$Scw_{i,t} = (Ncome_{i,t} - Mncome_{i,t}) / Mncome_{i,t}$$

其中, *Ncome* 变量为本企业的净利润; *Mncome* 变量为相应行业所有企业的平均净利润, 而在计算不同方向的业绩比较胜出时, *Mncome* 变量则为同一行业内的不同组别所有企业的平均净利润。

3. 调节变量——管理者权力。采用王克敏和王志超 (2007)^[35]的方法, 用两职合一来衡量董事长的权力。具体为: 当总经理和董事长两职合一时取值为 1, 否则为 0, 记为 *Power*。模型中使用到的变量如表 1 所示。

(三) 模型设计

为检验(不同方向)业绩比较胜出对管理者过度自信的影响, 借鉴谭松涛 (2013)^[17]的方法, 构建如下模型(1):

$$Overc_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Scw_{i,t-1} + \alpha_2 Contrls_{i,t} + Industry_j + Year_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

为检验管理者权力是否会正向调节上行和平行比较中业绩胜出对管理者过度自信的影响, 构建如下模型(2):

$$Overc_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Scw_{i,t-1} (Scw_{i,t-1} - P_{i,t-1}) + \alpha_2 Power_{i,t} + \alpha_3 Scw_{i,t-1} (Scw_{i,t-1} - P_{i,t-1}) \times Power_{i,t} + \alpha_4 Controls_{i,t} + Industry_j + Year_t + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

表1 变量名称与定义

变量	符号	定义
管理者过度自信	Overc	当董事长年度内自愿增持本公司股票取值为1, 否则为0
业绩比较胜出	Scw	企业净利润超过本行业其他企业平均净利润的程度, 具体见公式(1)
业绩上行比较胜出	Scw_ U	企业净利润超过本行业上行企业平均净利润的程度
业绩平行比较胜出	Scw_ P	企业净利润超过本行业平行企业平均净利润的程度
业绩下行比较胜出	Scw_ D	企业净利润超过本行业下行企业平均净利润的程度
董事长权力	Power	当董事长与总经理为同一人时, 取值为1, 否则为0
董事长年龄	Age	董事长年龄的自然对数
董事长性别	Gender	当董事长为男性时, 取值为1, 否则为0
董事长任期	Tenure	董事长任职年限
薪酬水平	Pay	董事长薪酬的自然对数
独立董事比例	Idr	独立董事人数与董事会人数的比值
董事会规模	Board	董事会人数的自然对数
董事会会议次数	Meeting	董事会会议次数的自然对数
资产负债率	Lev	负债与资产的比值
大股东持股	First	第一大股东持股比例
机构投资者	Ini	机构投资者持股比例
实际控制人	Control	国有企业取值为1, 否则为0
上市年限	List	公司上市年限的自然对数
公司经营风险	Orisk	Altman Z 指数(1968)
行业	Industry	行业虚拟变量
年份	Year	年度虚拟变量

(四) 变量与样本描述性统计

表2 报告了本文研究变量的描述性统计值。

表2 变量描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
Overc	11917	0.205	0.404	0.000	1.000
scw	11917	0.103	2.391	-3.385	14.740
Scw_ U	11163	-0.837	0.268	-1.488	0.373
Scw_ P	11917	0.099	1.563	-4.754	7.040
Scw_ D	11881	12.841	33.766	-20.504	240.118
Power	11917	0.238	0.426	0.000	1.000
Pay	11917	9.561	5.852	0.000	15.150
Age	11917	3.964	0.128	3.611	4.263
Tenure	11917	4.732	3.307	0.000	13.580
Idr	11917	0.371	0.053	0.300	0.571
Board	11917	2.161	0.200	1.609	2.708
Meeting	11917	2.193	0.382	1.386	3.178
First	11917	0.351	0.150	0.090	0.750
Lev	11917	0.447	0.209	0.052	0.892
Orisk	11917	1.263	2.876	0.000	18.550
List	11917	2.065	0.775	0.000	3.135
Ini	11917	0.203	0.211	0.000	0.817

变量 Overc 的均值为 0.205, 表明有 20.5% 的企业董事长是过度自信的。变量 Scw 的均值为 0.103, 标准差为 2.391, 意味着总体而言, 企业的净利润略高于本行业企业平均净利润。同时较大的标准差反映出不同行业净利润的分布存在差异, 这一点从该变量 -3.385 的最小值和 14.74 的最大值也可观测出。从不同方向的业绩比较看, 变量 Scw_ U 的均值为 -0.837, Scw_ P 的均值为 0.099、

Scw_ D 的均值为 12.841; 在平行比较中, 企业净利润略高于平行企业平均净利润值; 在下行比较中, 企业净利润则远高于下行企业平均净利润值。

四、实证结果分析

(一) 回归分析

由于本文因变量为二值虚拟变量, 因此采用“面板二值选择模型”中的 Logit 模型, 考虑到误差项的标准化分布以及样本选择的随机性导致的随机效应, 同时使用 Probit 模型和随机效应模型进行稳定性检验。

1. 业绩比较胜出对管理者过度自信的影响。由表 3 第(1)、(2)和(3)列可见, 无论是 Logit 模型、Probit 模型还是随机效应模型, 业绩比较胜出变量 (*Scw*) 的系数分别为 0.069、0.039、0.048, 且均在 1% 水平上显著。以上结果表明, 业绩比较胜出促进了管理者过度自信, 表 3 结果有力支撑了研究假设 H1。

表 3 业绩比较胜出与管理者过度自信回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	logit	probit	xtprobit
Scw	0.069 *** (6.093)	0.039 *** (6.021)	0.048 *** (6.084)
Controls	yes	yes	yes
Constant	-0.589 (-0.588)	-0.379 (-0.667)	-0.435 (-0.633)
Year/Industry	yes	yes	yes
N	11907	11907	11907
Pseudo R ²	0.204	0.204	
Chi ²			1481.39 ***

注: 括号内为 T 值; *, **, *** 分别代表在 10%、5%、1% 水平上显著; 本文加入了行业固定效应, 如果在某一年份的同一行业中, 被解释变量全为 0 或者全为 1, 这样的样本在回归时自动删除, 因此此部分参与回归的样本为 11907。下同。

2. 不同方向的业绩比较胜出与管理者过度自信。由表 4 的回归结果可知: 第(1)、(2)和(3)列中, *Scw_ U* 的系数均在 1% 水平上显著为正, 意味着业绩上行比较胜出对管理者过度自信有正向影响; 同样, 第(4)、(5)和(6)列中, *Scw_ P* 的系数同样在 1% 水平上显著为正, 表明业绩平行比较胜出对管理者过度自信也有显著正向影响。表 4 的实证结果支持假设 H2a 和 H2b。但是在下行比较中, 业绩比较胜出对管理者过度自信有微弱的正向影响, 与前文假设 H2c 稍有偏颇。

表 4 不同方向业绩比较胜出与管理者过度自信回归结果

变量	上行比较			平行比较			下行比较			下行比较	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
	logit	probit	xtprobit	logit	probit	xtprobit	logit	probit	xtprobit	xtprobit	xtprobit
Scw_ U	0.763 *** (7.194)	0.446 *** (7.380)	0.465 *** (6.945)								
Scw_ P				0.136 *** (7.719)	0.075 *** (7.510)	0.079 *** (6.980)					
Scw_ D							0.002 ** (2.312)	0.001 ** (2.309)	0.001 ** (2.162)	0.001 * (1.859)	0.001 (1.551)
Constant	0.400 (0.378)	0.252 (0.416)	0.282 (0.407)	-1.202 (-1.213)	-0.775 (-1.382)	-0.897 (-1.332)	-0.592 (-0.587)	-0.398 (-0.697)	-0.616 (-0.942)	-0.124 (-0.697)	-3.488 ** (-9.581)
Controls	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
N	11163	11163	11163	11907	11907	11907	11866	11866	11866	4768	7097
Pseudo R ²	0.225	0.227		0.206	0.206		0.193	0.193			
Chi ²			1593.97 ***			1519.68 ***			1523.48 ***	980.54 ***	540.58 ***

注: 第(10)列表示失败组样本; 第(11)列表示样本组样本。

对于下行比较结果,本文进一步探究其原因。Wills(1981)^[36]提出的DC理论认为,当个体面临丧失、失败等消极事件时,自尊感的下降促使个体与那些境况不如自己的他人比较,以改善体验到的幸福感,而下行社会比较在缺乏其它有效途径时更为常见。基于以上逻辑,本研究选择净利润为评判企业境况的指标,首先将下行比较样本中的企业进行自我比较,当本年度企业净利润低于上年度视为失败组,反之将本年度企业净利润高于上年度视为成功组;然后再进行外部业绩下行比较。失败组中的结果显示,业绩比较胜出对管理者过度自信有正向影响,而成功组的结果表明业绩比较胜出的影响效应并不存在,从而证实了管理者在面对威胁时的自我增强动机^[37]。

3. 表5报告了管理者权力对业绩上行、平行比较胜出与管理者过度自信调节作用的结果。由表5可知,第(1)、(2)、(3)列中交互项 $Scw_U * Power$ 的系数不显著,这说明在面对业绩上行比较胜出时,高权力管理者和低权利管理者展现出同样程度的过度自信。而在第(4)、(5)和(6)列中,交互项 $Scw_P * Power$ 的系数显著为正,权力对业绩平行比较胜出与管理者过度自信有正向调节作用。这一结果与研究假设 H3a 和假设 H3b 一致。由于实证发现业绩下行比较胜出对管理者过度自信有微弱的正向影响,本文进一步检验了权力对两者关系的影响,表5第(7)、(8)和(9)列中, $Scw_D * Power$ 系数为正,但并不显著,并未发现权力在业绩下行比较胜出中起到调节作用。

表5 权力对业绩上行、平行、下行比较胜出与管理者过度自信关系的影响

变量	上行比较			平行比较			下行比较		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	logit	probit	xtprobit	logit	probit	xtprobit	logit	probit	xtprobit
Scw_ U	0.799 *** (6.205)	0.463 *** (6.369)	0.478 *** (5.965)						
Scw_ P				0.115 *** (5.462)	0.062 *** (5.249)	0.066 *** (4.966)			
Scw_ D							0.001 (0.522)	0.001 (0.637)	0.001 (0.686)
Power	0.029 (0.170)	0.032 (0.315)	0.048 (0.434)	0.097 (1.626)	0.062 * (1.779)	0.069 * (1.653)	0.040 (0.611)	0.032 (0.835)	0.038 (0.873)
Power *	-0.097 (-0.483)	-0.048 (-0.414)	-0.039 (-0.306)						
Scw_ U									
Power *				0.062 * (1.749)	0.041 ** (1.974)	0.041 * (1.774)			
Scw_ P									
Power *							0.006 (0.553)	0.003 (0.278)	0.003 (0.342)
Scw_ D									
Constant	0.136 (0.127)	0.084 (0.137)	0.099 (0.142)	-1.484 (-1.477)	-0.951 * (-1.673)	-1.076 (-1.582)	-0.802 (-0.785)	-0.531 (-0.918)	-0.756 (-1.145)
Controls	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
N	11163	11163	11163	11907	11907	11907	11866	11866	11866
Pseudo R ²	0.225	0.227		0.206	0.207		0.194	0.194	
Chi ²			1594.83 ***			1529.93 ***			1538.44 ***

(四) 稳健性检验

1. 基于工具变量的内生性检验。本文选取的工具变量为滞后两期的解释变量。理由如下:第一,企业绩效主要来源于投资活动,投资活动惯性决定了企业绩效具有惯性,即前后年度的绩效应高度相关,意味着文本选取的工具变量满足相关性的要求。第二,行为经济学认为,人们总是赋予最近发生的事情更高的权重,这意味着不管对于投资人还是管理者来说,前一会计年度对当期的行为表现影响最大。因此滞后两期的绩效水平对管理者过度自信的直接影响微乎其微,表明工具变量满足外生性的要求。回归结果见表6,主要关注的变量结果与正文保持一致。

2. 基于固定效应的内生性检验。本文可能存在不随时间变化的遗漏变量导致的内生性问题,基于此,本文采用二值选择模型的固定效应模型进行控制。结论见表7,回归结果依然稳健。

表 6 工具变量回归结果

变量	全样本 (1)	上行比较 (2)	平行比较 (3)	下行比较 (4)	下行比较 (5)	下行比较 (6)	下行比较 (7)	下行比较 (8)
Scw	0.021 ** (2.211)							
Scw_ U		0.479 *** (3.254)	0.582 *** (3.462)					
Scw_ P				0.097 *** (4.027)	0.063 (2.460)			
Scw_ D						0.001 (0.851)	0.002 * (1.872)	0.001 (0.725)
Power			-0.063 (-0.324)		0.064 (1.557)			
Scw_ U * Power			-0.136 (-0.593)					
Scw_ P * Power					0.079 * (1.792)			
Constant	-1.117 (-1.635)	-0.769 (-0.983)	-1.128 (-1.409)	-1.254 * (-1.864)	-1.338 ** (-2.057)	-0.037 (-0.053)	-1.129 (-0.978)	0.816 (0.905)
Controls	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
N	8481	6986	6986	8481	8481	7800	3149	4650
Chi ²	1384.69 ***	1133.18 ***	1444.42 ***	1392.88 ***	1478.50 ***	1122.13 ***	401.49 ***	731.24 ***

注：第(7)列表示失败组样本；第(8)列表示成功组样本。下同。

表 7 固定效应模型检验结果

变量	全样本 (1)	上行比较 (2)	平行比较 (3)	下行比较 (4)	下行比较 (5)	下行比较 (6)	下行比较 (7)	下行比较 (8)
Scw	0.133 *** (4.882)							
Scw_ U		0.992 *** (4.955)	0.965 *** (3.968)					
Scw_ P				0.127 *** (4.417)	0.094 *** (2.809)			
Scw_ D						0.002 (1.26)	0.005 ** (2.55)	0.002 (1.50)
Power			0.102 (0.293)		0.070 (0.482)			
Scw_ U * Power			0.070 (0.185)					
Scw_ P * Power					0.110 * (1.884)			
Controls	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
N	5743	4784	4784	5743	5743	5153	2524	2629
Chi ²	389.49 ***	417.98 ***	418.09 ***	384.09 ***	388.20 ***	345.91 ***	241.09 ***	497.27 ***

3. 其他稳健性。第一，改变比较对象的区分标准。使用资产、营业总收入双维度进行比较对象分组；第二，更换管理者过度自信的衡量方式。借鉴饶育蕾等(2011)^[38]的做法，将同时满足管理者自愿持股增加和管理者所在公司当年股票表现逊于大盘当作过度自信。第三，排除金融危机的影响，剔除 2007 到 2009 年、2015 到 2016 年的样本重新回归。第四，更换管理者衡量方式。正文验证业绩比较优胜对董事长过度自信的影响。此处将董事长替换成总经理。限于篇幅，未列出其他稳健性检验结果，作者备索。

五、研究结论与启示

过度自信心理偏差因其稳定性而广泛存在于管理者中。以往文献从“自我归因”角度探索过往成功经历对管理者过度自信的影响,本研究基于社会比较理论,探索行业内企业相对业绩的胜出是否促进了管理者的过度自信。实证结果发现,同行业间以净利润为目标的业绩比较胜出促进了管理者过度自信;在上行和平行比较中,业绩比较胜出显著促进了管理者过度自信;而在下行比较中,“自我增强”动机导致业绩比较胜出促进管理者过度自信的效应仅存在于企业内部自我比较失败的情境下;管理者权力会促进业绩平行比较胜出与管理者过度自信的正向关系,但权力在业绩上行和下行比较中并未起到调节作用。

基于本文的研究结论,提出以下几点建议。首先,现代企业间紧密网络的存在将不可避免地导致管理者之间互相比对的盛行。合理地看待业绩比较结果将给予管理者决策以标准,不至于偏离社会规范太远,但是不合理地看待业绩比较结果却引发管理者的过度自信。事实表明,过度自信在传达了信心的同时,也极易导致投资人、利益相关者卷入管理者盲目自信的漩涡,这在中国尚不健全的资本市场尤为明显,散户、中小投资者在轻信管理者过度自信信念之后,往往成为了最后的输家。2018年6月1日,伴随着A股正式被纳入MSCI新兴市场指数,在吸引外来投资者的过程中,净化国内的资本市场是关键。因此,科学的制度设计、优良的企业文化指引管理者正确看待自身取得的业绩,从而作出合理的行为表现尤为重要。其次,管理者拥有的权力是各项事务有序进行的强有力保证,也就是激励企业高层管理人员的必要手段。但是权力也成为了管理者在感知成功后过度自信行为表现的重要“催化剂”,管理学的大量研究证实过度自信心理偏差从各个方面蚕食企业绩效。因此在公司治理方面,在给予管理者经营决策必要权力的同时,应注意企业内部民主决策环境的培育。注重采用科学严谨的决策方法,以适当约束管理者的自由决断权,避免其权力过大而肆意表达过度自信的心理偏差。

参考文献:

- [1] Fraser B. S., Greene F. J. The Effects of Experience on Entrepreneurial Optimism and Uncertainty [J]. *Economica*, 2006, 73: 169 - 192.
- [2] Lee J. M., Hwang B., Chen H. L. Are Founder CEOs more Overconfident than Professional CEOs? Evidence from S&P 1500 Companies [J]. *Strategic Management Journal*, 2017, 38(3): 751 - 769.
- [3] Malmendier U., Tate G. CEO Overconfidence and Corporate Investment [J]. *Journal of Finance*, 2005, 60(6): 2661 - 2700.
- [4] Malmendier U., Tate G. Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction [J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 89(1): 20 - 43.
- [5] 姜付秀, 张敏, 陆正飞, 等. 管理者过度自信、企业扩张与财务困境 [J]. *经济研究*, 2009, (1): 131 - 143.
- [6] Hirshleifer D., Low A., Teoh S. H. Are Overconfident CEOs Better Innovators? [J]. *Journal of Finance*, 2012, 67(4): 1457 - 1498.
- [7] Griffin D., Tversky A. The Weighing of Evidence and the Determinants of Confidence [J]. *Cognitive Psychology*, 1992, 24(3): 411 - 435.
- [8] McKenzie C. R. M., Liersch M. J., Yaniv I. Overconfidence in Interval Estimates: What Does Expertise Buy You? [J]. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 2008, 107(2): 179 - 191.
- [9] 杨青. 证券市场个人投资者过度自信实证研究 [J]. *西北大学学报: 哲学社会科学版*, 2007, 37(2): 66 - 70.
- [10] Hirshleifer D. Investor Psychology and Asset Pricing [J]. *Journal of Finance*, 2001, 56(4): 1533 - 1597.
- [11] Hilary G., Hsu C., Segal B., et al. The Bright Side of Managerial Over-optimism [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2016, 62(1): 46 - 64.
- [12] Festinger L. A Theory of Social Comparison Processes [J]. *Human Relations*, 1954, 7(2): 117 - 140.
- [13] 贺伟, 龙立荣. 实际收入水平、收入内部比较与员工薪酬满意度的关系——传统性和部门规模的调节作用 [J]. *管理世界*, 2011, (4): 98 - 110.
- [14] Mcniel D. E., Sandberg D. A., Binder R. L. The Relationship between Confidence and Accuracy in Clinical Assessment of Psychiatric Patients' Potential for Violence [J]. *Law and Human Behavior*, 1998, 22(6): 655 - 669.
- [15] Daniel K., Hirshleifer D., Subrahmanyam A. Investor Psychology and Security Market Under-and Overreactions [J]. *The Journal of Finance*, 1998, 53(6): 1839 - 1885.

- [16] 董梁. 我国股票市场投资者六种非理性心理研究 [J]. 现代管理科学, 2003, (11), 43 - 45.
- [17] 谭松涛. 自我归因偏差、学习与股民的过度自信 [J]. 经济理论与经济管理, 2013, (11): 71 - 79.
- [18] Gervais S., Odean T. Learning to Be Overconfident [J]. Review of Financial Studies, 2001, 14(1): 1 - 27.
- [19] Alexander P., Julie G. Behavioral Agency Theory: New Foundations for Theorizing about Executive Compensation [J]. Journal of Management, 2015, 41(4), 1045 - 1068.
- [20] 王嘉敏, 黄国良, 高燕燕. 薪酬外部不公平性与非效率投资——基于社会比较理论的解释和经验证据 [J]. 财经论丛, 2016, (2): 63 - 71.
- [21] Hayward L. A. M., Donald C. H. Explaining the Premiums Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris [J]. Administrative Science Quarterly, 1997, 42(1), 103 - 127.
- [22] Fox C. R., Weber M. Ambiguity Aversion, Comparative Ignorance, and Judgment Context [J]. Organizational Behavior and Human Decision Processes, 2002, 88(1): 476 - 498.
- [23] Suls J. M., Wheeler L. Handbook of Social Comparison: Theory and Research [M]. Netherlands: Kluwer Academic Publishers, 2000.
- [24] Foucault T., Fresard L. Learning from Peers' Stock Prices and Corporate Investment [J]. Journal of Financial Economics, 2014, 111(3): 554 - 577.
- [25] 钟田丽, 张天宇. 我国企业资本结构决策行为的“同伴效应”——来自沪深两市 A 股上市公司面板数据的实证检验 [J]. 南开管理评论, 2017, (2): 58 - 70.
- [26] Leary M. T., Roberts M. R. Do Peer Firms Affect Corporate Financial Policy? [J]. Journal of Finance, 2014, 69(1): 139 - 178.
- [27] Lieberman M. B., Asaba S. Why do Firms Imitate Each Other? [J]. Academy of Management Review, 2006, 31(2): 366 - 385.
- [28] Langer E. The Illusion of Control [J]. Journal of Personality and Social Psychology, 1975, 32(2): 311 - 328.
- [29] Fast N. J., Chen S. When the Boss Feels Inadequate: Power, Incompetence, and Aggression [J]. Psychological Science, 2009, 20(11): 1406 - 1413.
- [30] Keltner D., Gruenfel D. H., Anderson C. Power, Approach, and Inhibition [J]. Psychological Review, 2003, 110(2): 265 - 284.
- [31] Adams R., Almeida H., Ferreira D. Powerful CEO and Their Impact on Corporate Performance [J]. Review of Financial Studies, 2005, 18(4): 1403 - 1432.
- [32] 权小锋, 吴世农, 文芳. 管理层权力、私有收益与薪酬操纵 [J]. 经济研究, 2000, (2): 73 - 87.
- [33] 余明桂, 李文贵, 潘红波. 管理者过度自信与企业风险承担 [J]. 金融研究, 2013, (1): 149 - 163.
- [34] Lin Y. H., Hu S. Y., Chen M. Managerial Optimism and Corporate Investment: Some Empirical Evidence from Taiwan [J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2005, 13(5): 523 - 546.
- [35] 王克敏, 王志超. 高管控制权、报酬与盈余管理: 基于中国上市公司的实证研究 [J]. 管理世界, 2007, (7): 111 - 119.
- [36] Wills T. A. Downward Comparison Principles in Social Psychology [J]. Psychological Bulletin, 1981, 90(2): 245 - 271.
- [37] Sherman D., Cohen G. The Psychology of Self-defence: Self-affirmation Theory [J]. Advance in Experimental Social Psychology, 2006, 38(3): 183 - 242.
- [38] 饶育蕾, 贾文静. 影响 CEO 过度自信的因素分析: 来自我国上市公司的经验证据 [J]. 管理学报, 2011, (8): 1162 - 1167.

The Success of Performance Comparison and Overconfidence of Managers

LIU Bai, JU Tao

(School of Business, Jilin University, Changchun 130012, China)

Abstract: Self-attribution drives managers to attribute past success more to their own ability, which leads to the psychological bias of overconfidence. Based on the theory of social comparison, this paper explores the relationship between outward-looking inter-firm performance comparison and managers' overconfidence. Taking the listed companies in Shanghai and Shenzhen stock markets from 2007 to 2016 as the research samples, this paper finds that success in the performance comparison based on net profit promotes the overconfidence of managers, but the effect of performance success only exists in the upward comparison and parallel comparison. In the downward comparison, the effect of performance success only exists when the internal self-comparison fails. In addition, in parallel comparison, managers' power plays a positive moderating role in the success of firm performance comparison, while the moderating role of the power does not exist in the upward comparison. The conclusion of this paper is conducive to further exploration of the influence mechanism of the overconfidence psychological bias.

Key words: Social Comparison Theory; Performance Comparison; Overconfidence; Managerial Power

(责任编辑: 赵 婧)