

# 管理者过度自信与盈余管理关系研究—— 基于董事会治理视角实证检验

张启奎，高玲，陈克兢

(大连理工大学管理与经济学部，大连，116024)

**摘要：**基于行为财务理论，本文选取我国上市公司 A 股市场作为研究样本，在董事会治理的视角下，考虑了管理者过度自信与盈余管理之间的关系。研究表明：（1）管理者过度自信与盈余管理呈正相关关系，管理者越过度自信，其进行盈余管理的程度越高。（2）完善的董事会治理结构会影响管理者过度自信与盈余管理之间的关系，董事会规模越大、董事会的独立性越高、两职分离的董事会领导结构，能降低因管理者过度自信而诱发的盈余管理水平。（3）董事会会议频率的大小，不能降低因管理者过度自信而诱发的盈余管理水平。  
**关键词：**董事会治理；管理者过度自信；盈余管理  
**中图分类号：**C93

## Research on the Relationship between Managerial Overconfidence and Earnings Management ---Based on Board Governance Perspective

ZHANG Qiluan, GAO Ling, CHEN Kejing

(Dalian University of Technology Faculty of Management and Economics, Dalian, 116024)

**Abstract:** Based on behavioral finance theory, this paper selects listed companies in China A-share market as the research sample, takes into account the relationship between managerial overconfidence and earnings management from the perspective of Board governance. The research results are listed as followed. First of all, the relationship between managerial overconfidence and earnings management is positive, the more the managers are overconfident, the higher the degree of earnings management will make. Secondly, perfect Board governance structure will affect the relationship between managerial overconfidence and earnings management, and the greater the size of the Board, the higher the independence of the Board, the Board leadership structure of separating the two roles, will reduce earnings management level induced by managerial overconfidence. Thirdly, the size of Board meeting frequency can not reduce the earnings management level due to managerial overconfidence.

**Key words:** Board Governance ;Managerial Overconfidence; Earnings Managemen

## 0 引言

全球的安然事件、世界通信、施乐及时代华纳到我国的银广夏、蓝田、绿大地以及最近的万福生科，造假金额巨大，手段与时俱进，使挥之不去的财务丑闻案始终充斥着人们的眼球，盈余管理成为了理论界和实务界的热门话题，也将公司的高层管理者推到了舆论的风口浪尖。

以前的财务理论如 MM 理论、权衡理论、信息不对称理论等都认为管理者是理性的、

**基金项目：**国家自然科学基金（71172136）；教育部高等学校博士学科点专项科研基金资助课题（20120041110048）；教育部新世纪优秀人才支持计划（NCET-10-0281）。

**作者简介：**张启奎（1957-），男，福建三明人，大连理工大学管理与经济学部副教授，研究方向：公司治理，价值研究。E-mail: zhangql@dlut.edu.cn

同质的，不会影响公司的各种决策。然而“理性人”的假设越来越不能解释现实中的经济问题。鉴如此，行为财务理论便应运而生，认为人们在判断和决策时会受到自身知识、情感、偏好的约束，产生系统性的认知偏差，从而非理性特征得以表现。Baker（2002）<sup>[1]</sup>等在其讨论经理人非理性表现的相关综述中，认为过度自信在心理学中是一种表现最多的、最稳定的非理性行为。心理学研究中发现，有相当一部分人是过度自信的，他们总是过高估计自己的知识、能力、判断以及决策，倾向于过高估计成功的可能性而低估失败的风险。他们的一大特点是事后聪明，夸大自己预测的准确性，尤其是当他们的期望实现的时候，这种自信更为膨胀。伴随着理论研究的不断深入，行为财务理论开始关注过度自信与公司财务决策之间的关系。现有文献多是从并购<sup>[2][3]</sup>、投资<sup>[4][5]</sup>、融资<sup>[6][7]</sup>以及股利政策<sup>[8][9]</sup>等方面研究管理者过度自信与财务决策之间的关系。研究管理者过度自信与盈余管理之间的关系却不是很多。管理者的非理性最终会造成公司利益的流失，导致公司盈利不能预期实现。当损失不可避免的时候，管理者可能会选择会计方法、制度的变更或者投融资方案来改变盈利以实现盈余管理<sup>[10]</sup>。Hribar 和 Yang 研究表明过度自信的 CEO 更倾向于对公司盈余进行乐观预测，当预测盈余没有实现时而进行盈余管理<sup>[11]</sup>。本文的研究也表明管理者越过度自信，其进行盈余管理的程度也越高。

大量研究表明董事会治理会影响公司的盈余质量。董事会是公司治理的一个重要组成部分，它承担着对经营管理者提供建议和对其进行监督的基本职责。董事会对财务报表的质量负主要责任，也对盈余管理产生直接影响。同时这种影响又会受到董事会自身的一些特征（如董事会的规模、董事会的独立性、董事会领导结构以及董事会的会议频率等）而有所约束。有研究表明董事会规模与盈余管理呈正相关关系如 Jensen(1993)<sup>[12]</sup>、Dechow et al(1996)<sup>[13]</sup>、刘立国(2003)<sup>[14]</sup>等；代理理论认为，董事会相对于管理层的独立性越高，其监管性越强，这种独立性又通常取决于独立董事的比例。(Beasley, 1996)<sup>[15]</sup>、Klein（2002）<sup>[16]</sup>的研究表明独立董事的比例与盈余管理显著负相关；Jensen(1993)认为，董事会效率低下的原因之一是董事长与总经理的两职合一，Beasley（1996）认为两职合一的董事会结构更容易发生盈余操纵行为<sup>[17]</sup>，Davidson<sup>[18]</sup>等（2005）支持这一观点；vafeas（1999）<sup>[19]</sup>研究表明董事会会议的次数是衡量董事会作为一个指标之一，董事会会议次数越高，盈余质量也就越高。然而这些研究较少考虑到管理者的行为特征方面，在现实中，管理者存在着非理性的过度自信行为，而且对公司的盈余管理也有影响。

研究显示过度自信的管理者由于认知偏差而做出错误的公司财务决策，从而对公司业绩产生影响，并最终通过盈余管理来表现。本文将研究管理者的过度自信与盈余管理之间的关系，并检验完善的董事会治理是否会约束管理者的这种非理性行为，进而降低公司的盈余管理。本文的主要贡献如下：（1）验证了管理者非理性特征过度自信与盈余管理之间的关系，丰富了管理者的行为特征和盈余管理的文献。（2）揭示了董事会治理在管理者过度自信与盈余管理关系中发挥的作用，理清了董事会治理在其中的影响机理，发现了完善的董事会治理可以有效地减轻因管理者过度自信而诱发的盈余管理行为。（3）本文从董事会治理视角研究了管理者过度自信与盈余管理间的关系，是对现有研究的有效补充。

## 1 理论分析与研究假设

### 1.1 管理者过度自信与盈余管理

目前盈余管理还没有一个确切的定义，Schipper（1989）<sup>[20]</sup>、Healy 和 Walen（1999）<sup>[21]</sup>、

等都 对 盈 余 管 理 进 行 过 界 定 ， 虽 然 定 义 不 相 同 ， 但 是 都 强 调 盈 余 管 理 的 主 体 是 企 业 管 理 者 ， 他 们 是 在 会 计 准 则 、 会 计 政 策 和 会 计 估 计 允 许 的 前 提 下 为 了 获 得 自 己 的 私 人 利 益 而 进 行 的 盈 余 管 理 。 本 文 定 义 盈 余 管 理 为 ： 公 司 管 理 层 为 了 实 现 期 望 的 盈 余 水 平 并 满 足 自 己 的 利 益 ， 通 过 各 种 手 段 和 方 式 对 财 务 报 告 进 行 粉 饰 的 机 会 主 义 行 为 。 盈 余 管 理 产 生 的 根 本 原 因 是 管 理 人 员 和 股 东 之 间 的 委 托 代 理 关 系 ， 两 者 的 利 益 不 一 致 ， 在 信 息 不 对 称 的 条 件 下 ， 管 理 者 就 有 可 能 为 了 其 自 身 利 益 而 进 行 盈 余 管 理 。 盈 余 管 理 的 直 接 动 机 是 误 导 报 表 的 使 用 者 ， 以 实 现 其 获 得 私 利 的 根 本 动 机 ， 其 结 果 必 然 会 损 害 、 侵 占 股 东 的 权 益 。 关 于 盈 余 管 理 的 动 机 国 外 学 者 的 研 究 大 多 数 集 中 在 ： 政 治 成 本 动 因 、 契 约 动 因 、 监 管 动 因 、 资 本 市 场 动 因 等 方 面 ， 国 内 的 研 究 主 要 是 IPO 动 机 、 配 股 再 融 资 以 及 避 免 亏 损 保 牌 等 。 尽 管 有 的 学 者 支 持 盈 余 管 理 积 极 的 一 面 ， 认 为 其 能 维 持 公 司 良 好 的 形 象 ， 但 是 还 是 无 法 掩 饰 企 业 出 现 财 务 状 况 甚 至 困 境 的 局 面 ， 一 旦 进 行 掩 饰 必 然 会 给 股 东 、 投 资 人 、 债 权 人 、 政 府 等 利 益 相 关 者 带 来 损 害 ， 影 响 了 证 券 市 场 的 有 效 运 转 ， 对 我 国 正 处 于 初 级 阶 段 的 市 场 经 济 产 生 消 极 影 响 。 因 此 ， 我 们 必 须 约 束 盈 余 管 理 ， 对 其 进 行 监 督 和 控 制 。

105 过度自信在心理学中是一种非常稳健的非理性行为，是过于相信自己能力能够带来成功的一种认知偏差<sup>[22]</sup>。同时情感心理学的研究认为，自我归因偏差是过度自信表现的动因。自我归因偏差即人们把自己的成功归结于自己的知识、能力和努力，把自己的失败归咎于外部的环境以及不可控的因素等。Bem<sup>[23]</sup>的研究表明，人们不会承认失败是由于自己的能力不足而造成的，而会通过推卸责任来解释失败，这样让自己始终相信自己的判断是正确的，同时偶尔的成功反而使自信更高涨。管理者由于身份的特殊性，面对的问题更复杂任务更重，更容易表现出过度自信的非理性行为。Griffin 和 Tversky 研究认为当人们面临的问题难度越大时，越容易过度自信<sup>[24]</sup>。同时管理者比一般人更容易成功，他们的成功经验和决策使得他们更倾向于过度自信。Kirchler 和 Maciejovsky 的研究就表明管理者会随着经验的增长而更表现出过度自信<sup>[25]</sup>。史永东和朱广印认为企业并购的重要原因和动力就是过度自信<sup>[26]</sup>。

110 郝颖、刘星<sup>[27]</sup>等人的研究认为管理者过度自信的程度与公司投资水平之间是正相关关系，王霞、张敏<sup>[28]</sup>等人也支持此观点。同时过度自信的管理者对公司融资也会产生影响，Shefrin 认为管理者的过度自信可能造成激进负债行为的发生。Hackbarth 认为过度自信的管理者会高估收益低估风险，在选择融资时容易忽视负债带来的后果而选择较高的负债水平，最终导致公司资本结构不合理。

115 管理者由于系统偏差会产生过度自信的非理性行为，从而会对公司的财务决策如投资、融资、并购等政策产生错误的判断，造成自己的利益无法实现或者公司盈利出现状况。管理者出于激励、避免亏损等动因就会通过选择会计手段来对财务报告进行盈余管理，以扭转不利局面，最终虽然保住了公司的面子，但是却损害了更多人的利益，它不可避免的造成企业会计信息的失真，误导了报表使用者，使其做出错误的决策，最终导致社会资源无法有效配置，影响了经济的运转。关于管理者过度自信与盈余管理的关系，刘文秀将过度自信分为短期和长期，分析了不同类型的过度自信与盈余管理之间的关系，王阳研究了过度自信和过度乐观下的盈余管理，孙晶研究了金融危机下管理者过度自信对盈余管理的影响，虽然研究的背景不同，但得出的结论都认为过度自信的管理者更易进行盈余管理，因此本文提出：

120 **假设 1：管理者过度自信与盈余管理呈正相关关系，即管理者越过度自信，其进行盈余管理的程度越大。**

## 1.2 董事会治理视角下的管理者过度自信与盈余管理关系研究

吴敬琏(1994)认为, 董事会是公司的决策机构, 它们有任命高级管理人员并对其实施激励和监督的权利, 高级管理人员受雇于董事会, 在其授权下组成执行机构, 对公司的日常生产经营负责<sup>[29]</sup>。李维安(2002)指出, 董事会是公司的核心决策机构, 董事会治理是企业科学决策和有效监督的迫切需要。杨军(2004)认为董事会治理是基于确保科学决策和有效监督并有助于企业高效运作而形成的, 注重董事会的组织、运作、效率以及职责等董事会机制的设计。

董事会是为了解决管理者和股东之间的利益冲突而存在, 是一个制衡机制。董事会对管理者过度自信的影响是通过其制衡机制来体现的。从激励方面来看, 董事会制定管理者的激励薪酬制度, 使管理者能够坚持股东利益最大化原则, Bebchuk(2003)认为高管薪酬是高管能力和贡献最直接的表现, 是高管成功与否的一个信号, 它可能会提升管理者的过度自信<sup>[30]</sup>; 从约束机制方面, Sivanathan 和 Galinsky(2007)研究认为, 管理者权利的过大会增加其过度自信的程度, 从而对公司决策产生影响, 董事会能够约束高管的权利, 降低因管理者过度自信而带来的影响<sup>[31]</sup>; 从董事会挑选管理者方面看, 有效的董事会治理能选出优秀的管理者, 避免过度自信这种非理性的管理者。可见如果董事会能很好的对高层管理人员起到制衡作用, 那么便能对管理者的非理性行为起到抑制作用, 降低管理者过度自信对公司盈余管理的影响。董事会治理是公司治理的重要组成部分, 我们要从董事会的规模、董事会的独立性、董事会的领导结构、以及董事会的会议频率来考察其是否有效运作, 发挥良好的监督治理作用。

董事会规模能够反映董事会的运作效率, 董事会人数过少, 容易产生独断行为, 人数太多又易导致机构臃肿, 对决策产生影响, 所以企业必须设置适合自己的董事会规模。Lipton 和 Lorsch(1992)<sup>[32]</sup>认为董事会规模越大越容易产生搭便车的问题, 董事会的规模应该限制在 10 人以内, 最好是 8 到 9 人, 因为超过了 10 人将降低效率, 组织和协调成本的增加将会抵减董事会数量所带来的收益优势。Jensen(1993)<sup>[33]</sup>认为董事会规模过大, 董事之间不可避免的产生摩擦, 从而削弱了对 CEO 的监管, 进而被 CEO 控制和影响, Singh 和 Davidson(2003)也支持以上观点。也有学者如 Ocasio(1994)<sup>[34]</sup>、Dalton 等(1999)<sup>[35]</sup>以及 Coles(2005)认为董事会规模越大越有利于提高公司治理效率。本文认为较大的董事会规模势必集中了各行各业的精英, 他们的知识、能力和经验得到了集中, 能对公司进行有效管理, 对管理者行为进行有效监督, 从而减少管理者非理性行为发生。因此, 本文提出:

**假设 2a: 与较小的上市公司董事会规模相比, 较大的董事会规模能降低因管理者过度自信而诱发的盈余管理水平。**

独立董事的存在是为了解决委托代理问题, 监督是其主要职能。如果公司的独立董事比例过低, 就会降低其监督管理层的效率, 其设置就形同虚设, 无法对管理者作出的经营决策提出评判, 使权利出现失衡局面。随着独立董事比例增加, 他们不受公司管理者的影响, 处于监督管理层的有利位置, 调节着内部管理者和剩余索取权人之间的矛盾, 最终约束了管理层的机会主义行为, 保护股东的利益。刘立国、杜莹(2003)研究表明, 董事会独立性的提高能够减少财务舞弊行为, 使会计信息更加透明。张国华、陈方正(2006)<sup>[36]</sup>的研究表明我国的独立董事制度正发挥着积极的作用, 其独立性越高, 盈余管理概率越低。同样, Cornett(2009)<sup>[37]</sup>的研究认为董事会的独立性与公司的利润正相关, 与盈余管理负相关。可见董事会的高独立性可以减少财务舞弊的发生, 约束着管理者的非理性行为, 提高公司的利润。

所以本文提出:

**假设:2b: 与独立性低的上市公司董事会相比, 较高独立性的上市公司董事会能降低因管理者过度自信而诱发的盈余管理水平。**

165 董事会结构是“两职合一”还是“两职分离”一直是学术界争论的焦点, 现代管家理论支持“两职合一”的领导结构模式, 认为可以提高企业的创新能力, 能够适应不断变换的市场, 提高信息的传播与沟通。但是代理理论主张“两职分离”, 认为能够制衡总经理的权利, 约束其非理性的行为, 降低过度自信的水平。Beasley(1996), Davidson 等(2005), Bhagat 和 Rechner(2008)等的研究都表明两职合一使董事会监管能力下降, 致使经理人权利意识膨胀, 作出不理性的行为, 造成公司绩效下滑。从这个角度看, 两职分离能够加强董事会对管理者的监管, 约束管理者的过度自信行为, 保护各方利益。因此本文提出:

**假设 2c: 与两职合一的上市公司董事会相比, 董事长与总经理两职分离的上市公司董事会能降低因管理者过度自信而诱发的盈余管理水平。**

175 董事会工作的积极程度可以反映在董事会会议的召开频率上。一般认为, 积极活跃的董事会不仅能有效发挥其监督职能, 而且还能及时的修正公司的重大方针政策, 使作出的决策满足股东利益, 提升公司业绩。Lipton 和 Lorsch(1992)等指出, 董事履行其监管职能必须要有足够的工作时间, 董事会会议越频繁, 董事们保护股东利益的职责也更容易履行。Conger(1998)表明董事会效率提高的一种重要资源就是董事会会议的召开。董事会会议频率高, 董事们接触的机会就多, 从而能更好的沟通, 促进其履行义务, 而较少的董事会会议将达不到对管理层的约束能力。与此相反, 也有研究认为董事会会议并不是非常有效的, 董事会经常在公司出现问题时才被迫召开多次会议, 其是一个“灭火器”, 而不是完善公司治理的一个有效措施。本文认为, 董事会会议的多次召开, 表明董事们讨论管理者表现的机会就越多, 能对管理者非理性行为起到一定的约束作用, 因此本文提出:

**假设 2d: 与较低的上市公司董事会会议频率相比, 较高会议频率的上市公司董事会能降低因管理者过度自信而诱发的盈余管理水平。**

185 综上所述, 我们可知完善的董事会治理结构会影响管理者过度自信与盈余管理之间的关系, 董事会规模越大、董事会的独立性越高、两职分离的董事会领导结构以及较高会议频率的董事会能降低因管理者过度自信而诱发的盈余管理水平。因此, 我们提出总的假设:

**假设 2: 完善的董事会治理能降低因管理者过度自信而诱发的盈余管理水平。**

## 2 研究设计

### 190 2.1 数据来源与样本选取

本文选取 2009-2011 年沪深两市 A 股上市公司作为研究样本, 通过以下筛选过程得出最后的研究样本: ①剔除金融保险类上市公司; ②剔除 ST 和\*ST 的公司; ③剔除暂停上市和退市的公司; ④剔除财务信息和数据不全的公司; ⑤剔除同时发行 B 股或 H 股的公司; ⑥剔除董事长变更的数据。最后得到 4103 个数据, 2009 年 1193 个, 2010 年 1441 个, 2011 年 1469 个。数据主要来源于 RESSET 锐思金融研究数据库, 部分来自于国泰安 CSMAR 经济金融研究数据库。

### 2.2 变量设计

#### (1) 管理者过度自信

目前, 学者们对管理者多是从企业董事会的成员<sup>[38]</sup>、薪酬前几位的管理人员<sup>[39]</sup>、CEO<sup>[22]</sup>、

200 董事长和总经理<sup>[40]</sup>等来解释而并没有一个统一的界定。我国上市公司主要由大股东控制，股权相对集中，由此使作为控股股东代表的董事长具有更高的权利，作为公司的最高决策者，其代表股东利益，参与公司的经营决策的权威不可动摇<sup>[41]</sup>。因此，本文认为董事长的过度自信或许能更好的解释管理者过度自信的非理性行为。数据的处理和分析采用 EXCEL 和 SPSS17.0 软件。

205 过度自信是一种心理特征，无法直接观察和度量，一般是通过人们的行为特征来间接推断的。目前过度自信的度量研究主要集中在管理者持股数量变化、高管相对薪酬比例、企业景气指数、管理者盈利预测、管理者的个人特征以及管理者并购次数等。虽然这些方法都具有主观性，但是还是具有一定的解释力度，所以本文借鉴姜付秀等的高管薪酬的相对比例来度量管理者过度自信。由于本文的管理者特指董事长，因此我们用“董事长的薪酬/所有高  
210 管的薪酬之和”的比例来表示，然后用该比例的中位数作为标准，如果样本公司董事长相对薪酬比例大于该中位数，则说明董事长过度自信，用 1 表示，反之取 0。

(2) 盈余管理的计量方法

目前修正的截面 Jones 模型得到了国内外的广泛应用。夏立军（2003）、黄梅和夏新平（2009）以及 Stubben(2010)等的研究都支持使用修正的截面 Jones 模型。因此，本文采用修正的截面 Jones 模型来度量盈余管理。具体计算过程如下：将（1）式中的各变量算出来后进行回归，得出系数值，带入（2）式求得非操纵性应计利润，最后带入（3）式，即求得  $DA_t$ ，  
215 本文以  $DA$  的绝对值来度量上市公司盈余管理的程度。其中  $TA_t$  是第  $t$  期总的应计利润，等于净利润减去经营活动产生的现金净流量； $A_{t-1}$  是第  $t-1$  期的期末总资产； $\Delta REV_t$  是第  $t$  期和第  $t-1$  期的主营业务收入差额； $\Delta REC_t$  是第  $t$  期和第  $t-1$  期的应收账款差额； $PPE_t$  是第  $t$  期的  
220 固定资产原值； $NDA_t$  为第  $t$  期的非可操纵性应计利润； $DA_t$  为第  $t$  期的可操纵性应计利润。

$$\frac{TA_t}{TA_{t-1}} = \alpha_1 \frac{1}{A_{t-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta REV_t - \Delta REC_t}{A_{t-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_t}{A_{t-1}} + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$\frac{NDA_t}{A_{t-1}} = \alpha_1 \frac{1}{A_{t-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta REV_t - \Delta REC_t}{A_{t-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_t}{A_{t-1}} \quad (2)$$

$$\frac{DA_t}{A_{t-1}} = \frac{TA_t}{A_{t-1}} - \frac{NDA_t}{A_{t-1}} \quad (3)$$

225 (3) 变量和模型

根据已有研究，本文选取公司规模 SIZE、资产负债率 LEV、盈利能力 ROA、主营业务收入的变化 Growth、公司经营活动现金流与总资产比值 CF 以及公司股权集中度 Own 作为控制变量来研究管理者过度自信与盈余管理之间的关系，同时还加了年度哑变量和行业哑变量，行业哑变量分为制造业行业和非制造业行业。各变量的定义如表 1 所示：

230

表 1 变量定义  
Tab. 1 Variable's definition

变量类型	变量名称	变量符号	变量解释
------	------	------	------

被解释变量	盈余管理	DA	用修正的截面 Jones 模型估计的可操纵性应计利润的绝对值
解释变量	过度自信	OC	“董事长的薪酬/所有高管的薪酬之和”的比例，用该比例的中位数作为标准，如果样本公司董事长相对薪酬比例大于该中位数，则说明董事长过度自信，用 1 表示，反之取 0。
控制变量	企业规模	SIZE	年末总资产的自然对数
	偿债能力	LEV	资产负债率
	盈利能力	ROA	资产收益率
	营业收入增长率	Growth	营业收入增长率
	公司经营活动现金流与总资产的比值	CF	公司经营活动产生的现金净流量除以期末总资产
	股权集中度	Own	公司前五大股东的持股比例
	年度哑变量	Year	以 09 年为基准，设立两个哑变量
	行业哑变量	Industry	以制造业和非制造业为区分，制造业的哑变量值为 1，非制造业为 0
	企业规模	SIZE	年末总资产的自然对数

235

(4) 模型设计

为检验假设，建立如下模型：

$$|DA_t| = \beta_0 + \beta_1 OC_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 LEV_t + \beta_4 ROA_t + \beta_5 Growth_t + \beta_6 CF_t + \beta_7 Own_t + \beta_8 \sum Year + \beta_9 Industry + \varepsilon \quad (4)$$

具体回归借助 SPSS17.0 进行线性回归，其中  $\beta_0$  为常数项， $\varepsilon$  为残差项。

240

本文主要是基于董事会治理视角来研究管理者过度自信与盈余管理之间的关系，所以我们采用分组检验，将样本分为董事会治理完善组和董事会治理不完善组，从而检验完善的董事会治理是否会降低因管理者过度自信而诱发的盈余管理行为。

### 3 实证结果与分析

245

#### 3.1 描述性统计与分析

(1) 变量的描述性分析

表 2 列出了模型中变量的描述性统计特征。

表 2 变量的描述性统计

Tab 2 Descriptive statistics of variables

变量	平均值	中位数	标准差	最小值	最大值
DA	0.138	0.082	0.165	0.002	1.881
OC	0.46	0	0.498	0	1

SIZE	21.319	21.203	1.159	16.340	26.965
LEV	41.204	41.641	21.510	0.708	102.083
ROA	7.567	6.413	7.618	-72.973	62.856
Growth	25.597	19.188	77.201	-97.769	3116.788
CF	0.052	0.048	0.096	-0.585	1.029
Own	0.370	0.335	0.234	0.001	1.145

250

(2) 相关性分析

表 3 列出了变量间的 Pearson 相关系数和 Spearman 相关系数。从表中可发现管理者过度自信与盈余管理之间显著正相关，初步验证了假设 1。但是相关性分析结果解释研究变量之间关系是不充分的，所以本文进行了下一步的多元回归分析。

255

表 3 变量相关系数矩阵

Tab3 Variable correlation matrix

变量	DA	OC	SIZE	LEV	ROA	Growth	CF	Own
DA	1.000	0.018***	-0.049***	0.001	0.110***	0.199***	0.037**	0.064***
OC	0.047***	1.000	-0.107***	-0.082***	0.021	-0.003	-0.030*	0.014
SIZE	-0.109***	-0.115***	1.000	0.414***	-0.285***	0.010	-0.158***	-0.240***
LEV	0.038**	-0.080***	0.409***	1.000	-0.418***	-0.024	-0.034**	-0.186***
ROA	0.151***	0.024	-0.260***	-0.338***	1.000	0.294***	0.381***	0.480***
Growth	0.091***	0.006	0.042***	0.045***	0.094***	1.000	0.039**	0.140***
CF	0.054***	-0.025	-0.184***	-0.055***	0.442***	0.010	1.000	0.169***
Own	0.119***	0.012	-0.257***	-0.121***	0.477***	0.053***	0.239***	1.000

对角线下方是 Pearson 相关性检验。对角线上方是 Spearman 相关性检验；\*\*\*、\*\*、\*分别表示在 1%、5%、10%的水平下显著（双尾检验）

3.2 实证分析

260

3.2.1 管理者过度自信与盈余管理的实证分析

表 4 显示了对模型 4 的全样本回归分析结果。结果显示：F 值都在 1%的水平下显著，说明本文的模型设定总体上是有效的，通过了显著性检验。从表中可以看出，在不考虑控制变量的情况下，管理者过度自信与盈余管理之间在 1%的水平下显著为正，模型的调整 R<sup>2</sup> 为 0.220；加入控制变量后，管理者过度自信与盈余管理仍然在 1%的水平下显著为正，模型的调整 R<sup>2</sup> 也有所提高，为 0.249，表明管理者越过度自信，其越有可能进行盈余管理，证明了本文提出的假设 1。

265

表 4 管理者过度自信与盈余管理回归分析结果

Tab 4 Regression analysis of relationship between managerial overconfidence and earnings management

变量	(1)		(2)	
	系数	t 值	系数	t 值
Intercept	0.097***	18.794	0.366***	7.580
OC	0.017***	3.653	0.014***	3.044
SIZE			-0.014***	-6.261
LEV			0.000**	2.391

ROA		0.002***	5.377
Growth		0.026*	1.912
CF		-0.010	-0.374
Own		0.039***	3.533
Year	控制		控制
Industry	控制		控制
调整的 R <sup>2</sup>	0.220		0.249
F	290.890***		137.020***
N	4103		4103

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著。

270 3.2.2 董事会治理下的管理者过度自信与盈余管理实证分析

(1) 董事会规模对管理者过度自信与盈余管理关系影响的实证结果分析

我们得到了 4036 个董事会规模的数据，其平均值为 10.80，中位数为 10.00，标准差为 3.375，最小值为 1，最大值为 30。我们根据董事会规模的中位数进行了分组，将规模小于 10 人组作为董事会治理不完善组，将规模大于 10 人组作为董事会治理完善组。根据我们的 275 分组检验结果我们发现当董事会规模小于 10 人即董事会治理不完善时，管理者过度自信与盈余管理之间在 1%的水平下显著为正，当董事会规模大于 10 人即董事会治理完善时，两者之间是正关系但是不显著，说明董事会规模越大越能抑制管理者的过度自信从而减少盈余管理，从而证明了我们的假设 2a：与较小的上市公司董事会规模相比，较大的董事会规模能降低因管理者过度自信而诱发的盈余管理水平。实证检验结果如下表 5 所示：

表 5 基于董事会规模分组的管理者过度自信与盈余管理回归分析

Tab5 Regression analysis of relationship between managerial overconfidence and earnings management based on the size of Board

变量	董事会治理不完善组		董事会治理完善组	
	系数	t 值	系数	t 值
Intercept	0.557***	5.630	0.094*	1.898
OC	0.029***	3.408	0.004	0.794
SIZE	-0.023***	-5.120	-0.002	-0.737
LEV	0.009	0.434	0.001***	4.041
ROA	0.005***	5.939	0.000	0.927
Growth	0.020	0.956	0.028	1.348
CF	-0.171***	-3.038	0.106***	3.758
Own	0.027	1.274	0.008	0.645
Year	控制		控制	
Industry	控制		控制	
调整的 R <sup>2</sup>	0.297		0.253	
F	69.891***		59.439***	
N	1632		1724	

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著。

(2) 董事会独立性对管理者过度自信与盈余管理关系影响的实证结果分析

285 董事会独立性比例平均值为 35.725%，中位数为 33.330%，最小值为 8.7%，最大值为 71.4%，标准差为 8.2503%。为了检验假设 2b，我们将样本上市公司独立董事比例从低到高排序，将前 33.3%的样本作为低独立性组即董事会治理不完善组，将后 33.3%样本作为高独

290 立性组即董事会治理完善组。分组回归结果检验如表 6 显示，在董事会治理不完善组，管理者过度自信与盈余管理在 5%的水平下显著为正；而在董事会治理完善组，管理者过度自信与盈余管理为正关系但是不显著。这说明与独立性低的上市公司董事会相比，较高独立性的上市公司董事会能降低因管理者过度自信而诱发的盈余管理水平。假设 2b 得到了验证。

Tab6 Regression analysis of relationship between managerial overconfidence and earnings management based on the independence of the Board

变量	董事会治理不完善组		董事会治理完善组	
	系数	t 值	系数	t 值
Intercept	0.240***	3.305	0.491***	5.681
OC	0.014**	2.095	0.005	0.568
SIZE	-0.008**	-2.400	-0.020***	-4.823
LEV	0.015**	1.966	0.005	0.524
ROA	0.001	1.207	0.002***	2.781
Growth	0.024	0.990	0.031	1.294
CF	0.037	0.988	-0.028	-0.530
Own	0.036*	1.896	0.049**	2.331
Year	控制		控制	
Industry	控制		控制	
调整的 R <sup>2</sup>	0.250		0.246	
F	45.341***		44.377***	
N	1331		1331	

295 注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著。

(3) 董事会的领导结构对管理者过度自信与盈余管理关系影响的实证结果分析

300 董事会的领导结构反映在两职兼任情况下。我们得到了 1539 个董事长与总经理两职合一的样本和 2503 个董事长与总经理两职分离的样本。将两职合一样本组作为董事会治理不完善组，将两职分离样本组作为董事会治理完善组，来检验董事会的领导结构对管理者过度自信与盈余管理关系的影响。具体回归结果如表 7 所示。结果显示当董事长与总经理两职合一即董事会治理不完善时，管理者过度自信与盈余管理在 5%的水平下显著为正；当董事长与总经理两职分离即董事会治理完善时，管理者过度自信与盈余管理之间是正关系但是不显著。这表明，与两职合一的上市公司董事会相比，董事长与总经理两职分离的上市公司董事

305 会能降低因管理者过度自信而诱发的盈余管理水平，从而假设 2c 结果成立。

表 7 基于董事会领导结构分组的管理者过度自信与盈余管理回归分析

Tab6 Regression analysis of relationship between managerial overconfidence and earnings management based on the leadership structure of the Board

变量	董事会治理不完善组		董事会治理完善组	
	系数	t 值	系数	t 值
Intercept	0.687***	6.615	0.130**	2.479
OC	0.017**	2.068	0.007	1.491
SIZE	-0.029***	-6.031	-0.002	-0.963
LEV	0.028	1.117	0.013	0.594
ROA	0.003***	4.196	0.000	0.276

Growth	0.032	1.350	0.033*	1.867
CF	-0.167***	-3.208	0.045	1.569
Own	0.031	1.533	0.040***	2.832
Year		控制		控制
Industry		控制		控制
调整的 R <sup>2</sup>	0.252		0.251	
F	52.732***		84.618***	
N	1539		2503	

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著。

310

(4) 董事会会议频率对管理者过度自信与盈余管理关系影响的实证结果分析

董事会会议频率最大值为 34 次，最小值为 2 次，中位数为 8 次，平均值为 8.84，标准差为 3.537。本文根据中位数进行分组，分为小于 8 次的董事会治理不完善组和大于 8 次的董事会治理完善组。结果如表 8 所示：无论是在董事会治理不完善组还是董事会治理完善组，管理者过度自信与盈余管理之间都是显著的正相关关系，这表明董事会会议的多次召开并没有预想的能约束管理者的过度自信，假设 2d 不成立。这或许是因为董事会会议的成果没有很好的落实，或者是有成效的会议很少，这些都将导致我们的假设无法验证。

315

表 8 基于董事会会议频率分组的管理者过度自信与盈余管理回归分析

320

Tab6 Regression analysis of relationship between managerial overconfidence and earnings management based on the frequency of Board meeting

变量	董事会治理不完善组		董事会治理完善组	
	系数	t 值	系数	t 值
Intercept	0.222***	3.325	0.163**	2.410
OC	0.011*	1.759	0.013**	2.067
SIZE	-0.008**	-2.460	-0.004	-1.097
LEV	0.021	0.830	0.017	0.586
ROA	0.001**	2.425	-0.003	-0.125
Growth	0.040*	1.929	0.033	1.553
CF	-0.027	-0.719	0.076**	2.145
Own	0.066***	4.039	0.037**	2.065
Year		控制		控制
Industry		控制		控制
调整的 R <sup>2</sup>	0.219		0.252	
F	54.518***		59.392***	
N	1916		1735	

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著。

3.2.3 稳健性检验

325

现阶段关于过度自信的度量研究主要集中在管理者持股数量变化、高管相对薪酬比例、企业景气指数、管理者盈利预测、管理者的个人特征以及管理者并购次数等。本文仅采用了其中的一种，为了保证研究的稳定性，进行稳健性检验，本文借鉴李延喜、肖峰雷<sup>[42]</sup>的方法：管理者增持股票与当期每股收益进行比较。考察年份内，如果当期每股收益增长率为负，同时管理者增加持有了公司股票，且增持原因不是公司发放红股或业绩股，则说明管理者在

330 没有公司良好业绩的支撑下, 仍然增持公司股票, 表现出了过度自信, 赋予其值为 1。如果当期每股收益增长率为正, 管理者增持了公司股票, 则说明管理者是适度自信, 赋予其值为 0。该方法是在 Malmendier 和 Tate 的高管持股状况基础上改进过来的, 增加了一个校准指标——每股收益, 使该方法更为严谨。最后根据该方法得到了 1827 个样本, 重新进行回归分析, 实证结果没有发生实质性改变, 有力的支持了本文假设检验的稳健性。

#### 4 研究结论与启示

335 本文以 2009-2011 年沪深两市 A 股上市公司作为研究样本, 考察了管理者过度自信与盈余管理之间的关系, 研究了董事会治理下的管理者过度自信与盈余管理间关系的变化。主要的研究结论有: (1) 管理者过度自信与盈余管理呈正相关关系, 管理者越过度自信, 其进行盈余管理的程度越高。(2) 完善的董事会治理结构会影响管理者过度自信与盈余管理之间的关系, 董事会规模越大、董事会的独立性越高以及两职分离的董事会领导结构, 能降低  
340 因管理者过度自信而诱发的盈余管理水平。(3) 董事会会议频率的大小, 不能降低因管理者过度自信而诱发的盈余管理水平。

本文的研究结论对我国监管部门和上市公司管理层具有重要的指导意义: (1) 国家必须完善董事会治理的相关制度, 如独立董事制度, 不仅在构成上引入, 更应该在法律上赋予  
345 独立董事相应的权利, 保证其监督职能能真正的执行。(2) 针对完善的董事会治理能有效的减轻因管理者过度自信而引发的盈余管理行为, 上市公司必须完善自身的治理结构, 改善董事会的规模、董事会的独立性以及董事会的领导结构, 充分发挥董事会的治理作用。

本文从董事会治理角度研究了管理者过度自信与盈余管理间的关系, 得到了相应的结论, 具有一定的研究意义, 但是也存在一些不足: (1) 管理者过度自信的度量没有一个统一的方案, 如何科学合理的度量将需要我们进一步开展相关研究。(2) 现有文献关于管理  
350 者的界定有很多种, 本文仅将管理者定义为董事长, 尚有总经理或管理团队的过度自信未纳入研究范围, 我们将在日后深入研究。(3) 董事会治理错综复杂, 本文关于董事会治理的研究主要是通过董事会的规模、独立性、领导结构以及董事会的会议频率这几个方面来研究, 如何建立一个董事会治理的综合评价模型, 来科学合理的研究其发挥的作用, 将是我们今后研究的方向。

355

#### [参考文献] (References)

- [1] Baker M., and J.Wurgler. Market Tinning and Capital Structure[J]. Journal of Finance.2002,1-32.  
[2] 谢海东. 基于过度自信理论的公司并购行为分析[J]. 当代财经, 2006, (10): 37-40.  
[3] 谢红玲, 刘善存, 邱苑华. 管理者过度自信对并购绩效的影响-基于群体决策视角的分析和实证[J]. 数理统计  
360 与管理, 2012, 31(1): 123-133.  
[4] Malmendier, U., Tate, G.. CEO Overconfidence and Corporate Investment [J]. Journal of Finance, 2005a, (60): 2661 -2700.  
[5] Malmendier, U., Tate, G.. Does Overconfidence Affect Corporate Investment: CEO Over-confidence Measures Revisited [J]. European Financial Management, 2005b, 11: 649- 659.  
365 [6] Hackbarth, D.. Managerial Traits and Capital Structure Decisions [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2008, 43( 4) : 843 -882.  
[7] Ben -David, I., Graham, J., Harvey, C.. Managerial Overconfidence and Corporate Policies [D]. NBER Working Paper, 2007.  
[8] Deshmukh, S., Goel, A. M., Howe, K. M.. CEO Overconfidence and Dividend Policy Theory and Evidence  
370 [D]. Working Paper, 2008.  
[9] 陈其安, 方彩霞, 肖映红. 基于上市公司高管人员过度自信的股利分配决策模型研究[J]. 中国管理科学, 2010, 18( 3) : 174 -184.  
[10] 徐学锋. 行为金融视角下金融机构管理者非理性决策行为分析[J]. 企业经济, 2010, (4): 164-166.  
[11] Hribar P., Yang H. Does CEO Overconfidence Affect Management Forecasting and Subsequent Earnings

- 375 Management[D]. University of Iowa: University of Pennsylvania, Working paper, 2010.  
[12] M. C. Jensen. The Modern Industrial Revolution, Exit and Failure of Internal Control Systems [J]. Journal of Finance, 1993, 48 (3): 831-880.
- [13] Dechow, P., Sloan, R., and Sweeney, A.. Detecting Earnings Management[J]. Accounting Review, 1996, 70(2):193-225.
- 380 [14] 刘立国. 公司治理与会计信息质量关系的实证研究[J]. 会计研究, 2003, (2): 28-36.  
[15] Beasley, M. S.. Outside Directors and CEO Selection[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1996, 31(3) :337-355.  
[16] Klein, A.. Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management[J]. Journal of Accounting and Economics, 2002, 33(5):375-400.
- 385 [17] Beasley, M.. An Empirical Analysis of the Relation Between the Board of Directors Composition and Financial Statement Fraud [J]. Accounting Review, 1996, 71(3):443-465.  
[18] Davidson, R., Jenny G. S., and Kent, P.. Internal Governance Structures and Earnings Management[J]. Accounting and Finance, 2005, 45(9):241-267.  
[19] Schipper, K.. Commentary on Earnings Management[J]. Accounting Horizons, 1989, 3(4):91-102.
- 390 [20] Vafeas, N.. Board Meeting Frequency and Firm Performance[J]. Journal of Financial Economics, 1999, 53(6):113-142.  
[21] Healy, P.M., Wahlen, J. M.. A Review of the Earnings Management Literature and Its Implication for Standard Setting[J]. Accounting Horizons, 1999, 13(14):365-383.  
[22] 饶育蕾, 张轮. 行为金融学[M]. 上海: 复旦大学出版社, 2005:106-107.
- 395 [23] Bem, D.. An Experimental Analysis of Self-persuasion [J]. Journal of Experimental Social Psychology, 1965, 8(1):199-218.  
[24] Griffin D., Tversky A.. The Weighing of Evidence and the Determinants of Confidence[J]. Cognitive Psychology, 1992, (24):411-435.  
[25] Kirchler E., Maciejovsky B.. Simultaneous Over -and- under-confidence: Evidence from Experimental Asset Markets[J]. Journal of Risk and Uncertainty, 2002, (1):65-85.
- 400 [26] 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.  
[27] 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]. 中国管理科学, 2005, 13(5):142-148.  
[28] 王霞, 张敏, 于富生. 管理者过度自信与企业投资行为异化[J]. 南开管理评论, 2008, 11(2):77-83.
- 405 [29] 吴敬琏. 论现代企业制度[J]. 财经研究, 1994, (2):3-13.  
[30] 张正堂. 高层管理团队协作需要、薪酬差距和企业绩效: 竞赛理论的视角[J]. 南开管理评论, 2007, 4-11.  
[31] 周嘉南, 黄登仕. 过度自信对经理业绩分享系数与风险之间关系的影响[J]. 系统管理学报, 2007, 269-274.  
[32] Lipton, M., and J. Lorsch.. A Model Proposal for Improved Corporate Governance[J]. Business Lawyer, 1992, 48(1):59-77.
- 410 [33] Jensen M.. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems[J]. Journal of Finance, 1993, (3):831-880.  
[34] Ocasio. Political Dynamics and Circulation of Power: CEO Succession in U.S. Industrial Corporations, 1960-1990[J]. Administrative Science Quarterly, 1994, 39:291.  
[35] Dalton, D.R., Daily, C.M., et al.. Number of Directors and financial Performance :a meta-analysis[J]. Academy of Management Journal, 1999, 42:674-686.
- 415 [36] 张国华, 陈方正. 我国上市公司盈余管理与董事会特征相关性实证研究[J]. 技术经济与管理研究, 2006, (2):42-44  
[37] Cornett, M., McNutt, J., and Tehranian, H.. Corporate Governance and Earnings Management at Large U.S. Bank Holding Companies[J]. Journal of Corporate Finance, 2009, 7(2):1-19.
- 420 [38] Finkelstein, S.. Power in Top Management Teams: Dimensions, Measurement and Validation[J]. Academy of Management Journal, 1992, 35(3):505-538.  
[39] 辛清泉, 林斌, 王彦超. 政府控制、经理薪酬与资本投资[J]. 经济研究, 2007, (8):110-122  
[40] 吴文锋, 吴冲锋, 苗萌. 中国上市公司高管的政府背景与税收优惠[J]. 管理世界, 2009, (3):34-43.  
[41] JY Kim. Rationing as a Signal[J]. International Journal of Business and Economics, 2002, 1( 2):115-122.
- 425 [42] 肖峰雷, 李延喜, 栾庆伟. 管理者过度自信与公司财务决策实证研究[J]. 科研管理, 2011, 32(8):151-160.