

# 家族上市企业管理者过度自信与 企业过度投资的实证研究

梅世强, 位豪强

(天津大学管理与经济学部, 天津 300072)

**摘 要:**我国家族企业在公司治理和投资活动等方面有其独特特征,以深沪两市 2008—2010 年的 A 股上市公司为研究对象,并将其分为家族和非家族上市公司两组,通过对比分析来研究管理者过度自信对企业过度投资行为的影响. 研究表明:(1)管理者过度自信与企业过度投资显著正相关.(2)家族上市公司的管理者比非家族上市公司的管理者更容易过度自信,且更易于做出过度投资决策.(3)独立董事比例与过度投资的关系不显著,独立董事未能发挥有效监督作用.(4)对于家族上市公司,董事长与总经理两职合一和过度投资显著正相关,但在非家族上市公司中,这种关系并不显著.(5)总资产增长率与过度投资显著正相关,资产负债率与过度投资显著负相关.

**关键词:**家族上市企业;过度自信;过度投资

**中图分类号:**F272

**文献标志码:**A

**文章编号:**1006-7930(2013)01-0098-07

自 Roll<sup>[1]</sup>首先将管理者过度自信引入公司财务行为之后,国内外学者先后对管理者过度自信对公司投资行为的影响展开研究. 近年来,我国学者对这个课题的研究持续升温. 遗憾的是,作为市场经济的重要组成部分,家族企业所扮演的特殊角色被许多学者所忽视<sup>[2]</sup>. 可以发现,我国学者的研究重点主要集中在管理者的过度自信与企业的过度投资上,而对其所属的公司类型及其范畴不加严格的划分,换句话说,当前绝大部分相关文献的研究对象是沪深两市的所有上市公司而忽视了不同行业 and 不同类型企业之间的差异性,这样很可能影响研究结果的客观性与科学性. 家庭企业对世界经济产生了深远的影响<sup>[3]</sup>,长期忽略家族企业的研究,是我国经济学界的一大缺陷,只是近几年学术界才开始重视家族企业问题研究并引发一些争论,但是这些争论并未与管理者过度自信和企业过度投资的关系相联系.

目前,分别研究家族企业以及管理者过度自信与企业过度投资之间关系的文献很多,但是将二者合起来的研究成果少之又少. 本文以 2008—2010 年我国家族上市企业为研究对象,实证检验管理者过度自信对企业过度投资的影响,相信考虑了企业类型差异后的结果会更加客观与科学.

## 1 文献综述

传统的大部分经济理论都假设人们会采取理智和最佳行为<sup>[4]</sup>. Roll(1986)首次将过度自信引入到公司财务研究中,他认为傲慢自大的 CEO 会高估并购收益,因此会频繁实施并购并且出价过高从而造成并购过度支出现象. Heaton<sup>[5]</sup>通过一个两期决策模型率先论证即便不存在信息不对称和代理成本,管理者的过度自信很可能导致企业投资扭曲. Malmendier 和 Tate<sup>[6]</sup>首次运用实证方法,用 CEO 是否放弃执行到期期权或在股价高时不执行期权作为衡量其是否过度自信的标志,发现高管人员的过度自信将促使企业投资过度. 此后, Malmendier 和 Tate<sup>[7]</sup>又进一步采用媒体描述区分经理人过度自信程度,结果仍然支持上述结论. Rayna BrowΔ 等<sup>[8-9]</sup>不仅研究了管理者过度自信程度,还研究了管理者影响公司决策的能力. Hribar 和 Yang<sup>[10]</sup>则根据主流媒体对管理者的评价构造了一个衡量管理者过度自信的连续替代变量,这种以连续变量代替以往的分类赋值的研究方法是一个创新.

收稿日期:2012-08-08 修改稿日期:2013-01-03

作者简介:梅世强(1967-),男,河南信阳人,副教授,硕士生导师. 主要从事工程项目成本管理与项目融资方面研究.

总体看来,国外学者关于企业高管人员的过度自信对企业投资决策行为产生何种影响的结论基本可以达成共识,这方面的研究已经相对成熟.然而国外的研究成果无论是模型、替代变量的选取还是研究结论,都不能直接应用于我国,原因是我国的资本市场还不够成熟与完善,与国外存在本质区别.如何将国外的研究成果与实践经验与我国的实际结合起来,是当前需要解决的重要课题.对此,国内学者们进行了相关研究.

郝颖<sup>[1]</sup>等采用管理人员持股数量的变化来衡量管理者过度自信,运用中国上市公司的数据研究了管理者过度自信与企业投资问题,得出了与 Malmendier 和 Tate 一致的结论.余明桂<sup>[12]</sup>等则探讨了管理者过度自信与企业融资决策的关系,认为管理者过度自信会导致企业采用激进的债务融资决策.史永东、朱广印<sup>[13]</sup>通过 2006—2008 年间沪深两市上市公司发生的并购活动进行实证研究,发现管理者的过度自信是推动上市公司实施并购活动的一个重要动力.此外,王霞<sup>[14]</sup>、姜付秀<sup>[15]</sup>、傅强<sup>[17]</sup>和方文俊等都对此进行了相关研究,研究普遍表明管理者过度自信与企业投资水平成正相关关系.

通过对相关文献的进一步研究可以发现,首先,现有的研究普遍认为管理者过度自信会导致非效率投资行为的发生.其次,虽然近年来大量文献研究了管理者过度自信与企业投资之间的关系,但由于管理者过度自信指标的界定难以令人信服<sup>[18]</sup>,从而在一定程度上影响了结论的有效性.此外,不同类型企业的管理者的过度自信对企业投资行为的影响也不尽相同,而这也是本文所重点研究的内容.下面本文将我国家族上市企业为主要研究对象,对管理者过度自信对企业过度投资的影响进行实证研究.

## 2 研究设计

### 2.1 研究假设

与发达国家成熟的家族企业不同,在特殊市场环境发展起来的我国家族企业集权特征异常明显.从企业的成立到发展壮大,企业创始人或者实际控制人逐渐建立起了极大的权威性,即使企业成为上市公司,其实际控制人仍然在很大程度上决定了企业的走向<sup>[20]</sup>,权威与荣誉使得这样的管理者更容易存在过度自信心理.另外,家族上市企业的公司治理机制还不完善<sup>[21]</sup>,很难对管理者形成有效的监督,相对而言,非家族上市企业的公司治理机制更为完善一些,能够在一定程度上对管理者的权力进行制约,基于此,本文提出如下假设:

H1:家族上市公司的管理者比非家族上市公司的管理者更容易过度自信.

随着企业的不断发展,家族企业存在扩大规模的原始冲动,传统的粗放型经营思维更深层次地存在于家族企业中,而当管理者过度自信时,这种倾向往往会更加明显.而现代经营理念更加注重公司质的发展而非仅仅规模的扩张,这点在公司治理机制良好的非家族上市公司中体现得更加明显.结合上文所作的假设,本文提出如下假设:

H2:相比于非家族上市公司,家族上市公司管理者更易于做出过度投资决策.

当一个企业成为上市公司时,即使实际控制人拥有极大控制权,他依然会受到来自利益相关者,如股东、董事会、监事会等各方群体的压力与监督. Malmendier 和 Tate(2005)的研究表明独立性高的董事会会对过度自信的管理者的投资行为有制约作用.但我国高度集权的家族上市企业中,企业的管理者往往既是董事长又是总经理,既是决策者又是经营者,独立董事能否有效制约管理者的过度投资行为还需要进一步的探讨与分析.基于此,本文提出如下假设:

H3:独立董事比例的提高有利于制约企业的过度投资,即独立董事比例与过度投资负相关.

H4:董事长与总经理两职合一与企业的投资水平正相关.

### 2.2 样本的选取及数据来源

家族企业的界定是本研究最重要的前提之一.不同学者对家族企业的界定给出了不同的标准,如表 1 所示:

表 1 关于界定家族企业的相关研究

Tab. 1 Relative study on defining the family enterprise

作者	发表期刊	界定标准
LLSV et al(1999)	Journal of Finance	最终控制者是自然人或家族,并且控制权 $\geq 10\%$
Claessens et al (2000)	Journal of Financial Economics	家族或家族集团持有上市公司的投票权 $\geq 5\%$
Faccio 和 Lang (2002)	Journal of Financial Economics	上市公司的最终所有者是家族、个人或匿名公司,且现金流权或控制权 $\geq 20\%$
Andreson 和 Reeb (2004)	Administrative Science Quarterly	创业家族持有超过临界比率所有权;或者至少一位家族成员担任董事
Barthe et al (2005)	Journal of Corporate Finance	个人或家族持有 $\geq 33\%$ 上市公司股权
Maury (2006)	Journal of Corporate Finance	最大的控制性股东为家族、自然人或匿名公司且控制权 $\geq 10\%$
Villalonga 和 Amit (2006)	Journal of Financial Economics	创业者或其家族成员担任公司经理或董事;或者直接持有 $\geq 5\%$ 的上市公司股权
王明琳等(2006)	管理世界	最终控制者可以追溯到家族或自然人且控制权 $> 10\%$
申明浩(2008)	经济研究	上市公司的第一大股东是自然人或家族
廖理等(2008)	经济研究	上市公司的终极控制者是自然人或家族

结合我国的实际情况,同时参考其他学者的研究,本文按如下要求对家族上市公司进行界定:

(1)终极控制人能归结到自然人或家族;(2)最终控制者直接或间接持有的公司必须是被投资上市公司的第一大股东.样本选择过程中所采用的控制权比例为:(1)家族(自然人)通过直接或间接持有上市公司股份获得 20%及以上投票权;(2)在家族(自然人)担任公司董事长或总经理的前提下,以 10%作为临界控制比例;(3)若以上两个条件都没有达到,但是在 10%的临界控股比例上,家族(自然人)是上市公司第一大股东,同时不存在 10%控股比例以上的第二大股东.

本文的研究样本为 2008—2010 年在沪深证券交易所 A 股上市的公司.为了保证公司经营的连续性,本文剔除了 2008 年以后上市的公司.同时本文还剔除了以下公司:(1)金融和保险类公司;(2)ST、\*ST 公司;(3)公司财务数据异常的样本公司;(4)数据不完整的公司.然后,将所得数据按最终控制人性质分为两类,得到最终控制人为家族上市公司的样本 337 个,最终控制人为非家族上市公司的样本 819 个,总样本数为 1 156 个,得到 2008—2010 年的总样本数据为 3 468 个.样本公司的财务数据和公司治理数据主要来自国泰安数据库,其它个别数据及信息从网易财经、新浪财经及相关网站获得.

### 2.3 变量设计及说明

本研究的被解释变量是企业投资支出水平,其度量借鉴了郝颖、刘星和林朝南(2005)的研究方法,由资产负债表中固定资产原价、工程物资和在建工程三项之和的年增加值,再除以期末总资产获得.解释变量为管理者过度自信,借鉴 Doukas and Petmezas(2006)的方法,定义在 3 年内实施并购活动 5 次或以上者为过度自信的管理者.此外,在稳健性检验中,我们将以上市公司的盈利预测是否变化作为替代方法来判断上市公司的管理者是否过度自信.控制变量包括独立董事比例、董事长与总经理是否两职兼任、公司规模、总资产增长率和资产负债率.具体的变量描述见表 2.

### 2.4 模型的构建

本文主要验证管理者过度自信对企业过度投资的影响,因此在不考虑其他因素影响的情况下构建模型 1:

$$\text{Model1: } \Delta I/K = \beta_0 + \beta_1 OC$$

但是,企业的投资决策不可能受单一因素影响,基于上文的假设 3 和假设 4,我们构建模型 2,以探讨管理者过度自信、独立董事比例以及董事长与总经理是否两职兼任对企业过度投资的影响:

$$\text{Model2: } \Delta I/K = \beta_0 + \beta_1 OC + \beta_2 DR + \beta_3 DUAL$$

在模型 2 的基础上,我们引入可能影响企业投资过度投资的其他三个因素,即公司规模、总资产增长率和资产负债率,构建了模型 3:  $\text{Model3: } \Delta I/K = \beta_0 + \beta_1 OC + \beta_2 DR + \beta_3 DUAL + \beta_4 SIZE + \beta_5 \text{GROWTH} + \beta_6 RLA + \epsilon$ .

表 2 变量含义及描述

Tab. 2 Implification and description of the variables

变量性质	变量符号	变量描述
被解释变量	$\Delta I/K$	企业投资支出水平,由资产负债表中固定资产原价、工程物资和在建工程三项之和的年增加值,再除以期末总资产获得。
解释变量	OC	管理者过度自信,定义公司在 3 年内实施并购活动 5 次或以上者为管理者过度自信,若管理者过度自信,则取值为 1,反之则取值为 0
控制变量	DR	独立董事比例,独立董事人数占董事会总人事的比例
	DUAL	董事长与总经理是否两职兼任,若两职兼任则取值为 1,否则为 0.
	SIZE	公司规模,年末总资产的自然对数.
	GROWTH	总资产增长率,(期末总资产-期初总资产)/期初总资产
	RLA	资产负债率,负债总额/资产总额

### 3 实证结果分析

#### 3.1 描述性统计

表 3 和表 4 分别列示了家族上市公司和非家族上市公司的描述性统计量。

从描述性统计结果可以看出,家族上市公司的过度自信(OC)比例为 0.15,非家族上市公司的过度自信比例为 0.09,可见,家族上市公司的管理者比非家族上市公司的管理者更容易过度自信,这与假设 1 相一致。家族上市公司董事长和总经理两职兼任(DUAL)的均值为 0.25,非家族上市公司的均值为 0.11,这表明我国家族企业的集权特征明显,这种集权式的制度特征也是造成家族企业管理者过度自信的重要原因之一。另外,从表中可以看出家族上市公司的总资产增长率(GROUTH)均值要高于非家族上市公司,这说明,我国家族上市公司正处于快速发展时期,其成长性要好于非家族上市公司,根据并购动因理论,在并购市场上,家族

表 3 家族上市公司各变量的描述性统计

Tab. 3 Descriptive statistics of the variables of the listed enterprise

变量名	N	极小值	极大值	均值	标准差
$\Delta I/K$	1 011	-0.394 117	0.514 174	0.042 024 77	0.077 079 478
OC	1 011	0	1	0.15	0.340
DR	1 011	0.142 9	0.600 0	0.362 966	0.047 256 6
DUAL	1 011	0	1	0.25	0.432
SIZE	1 011	8.315 3	10.683 6	9.246 718	0.423 912 2
GROWTH	1 011	-0.509 6	10.513 3	0.182 174	0.484 050 6
RLA	1 011	0.010 827	1.865 413	0.460 868 95	0.212 626 022

表 4 非家族上市公司各变量的描述性统计

Tab. 4 Descriptive statistics of the variables of non-listed family enterprise

变量名	N	极小值	极大值	均值	标准差
$\Delta I/K$	2 457	-2.126 601	0.792 052	0.044 229 43	0.108 269 391
OC	2 457	0	1	0.09	0.286
DR	2 457	0.090 9	0.666 7	0.362 074	0.053 405 8
DUAL	2 457	0	1	0.11	0.307
SIZE	2 457	7.848 4	12.219 2	9.525 075	0.524 741 9
GROWTH	2 457	-0.769 6	21.075 5	0.157 940	0.526 135 4
RLA	2 457	0.028 564	7.143 951	0.532 279 52	0.265 761 248

上市公司可能会进行更多的并购投资活动,来更快扩大企业规模,提高效益。家族上市公司和非家族上市公司的独立董事比例(DR)均值接近,且总体上都符合法律规定的独立董事的比例要求。

#### 3.2 回归分析

本文分别对家族上市公司样本和非家族上市公司样本进行回归,回归结果见表 5。

从表 5 的模型回归结果可以得到如下结论:

(1)管理者过度自信与企业过度投资显著正相关。模型 1 中我们只把管理者过度自信作为解释变量,模型 2 与模型 3 分别引入了不同的控制变量,回归结果显示无论是家族上市公司还是非家族上市公司,其过度自信对过度投资的影响系数都为正且在 0.01 的水平上显著,这表明管理者过度自信与过度投资显著正相关。

(2)家族上市公司管理者比非家族上市公司更易于做出过度投资决策。表 5 显示,在三种模型下,家族上市公司的过度自信系数都要高于非家族上市公司,可见,在家族上市公司中,管理者的过度自信对

表 5 回归模型结果

Tab. 5 Result of regression model

变量	家族上市公司			非家族上市公司		
	Model1	Model2	Model3	Model1	Model2	Model3
(Constant)	0.035 *** (0.000)	0.047 ** (0.012)	0.054 (0.332)	0.039 *** (0.000)	0.048 *** (0.001)	-0.226 *** (0.000)
OC	0.053 *** (0.000)	0.050 *** (0.000)	0.044 *** (0.000)	0.047 *** (0.000)	0.046 *** (0.000)	0.037 *** (0.000)
DR		-0.038 (0.449)	-0.069 (0.155)		-0.023 (0.576)	-0.016 (0.675)
DUAL		0.012 ** (0.034)	0.009 * (0.087)		-0.003 (0.683)	0.004 (0.543)
SIZE			0.004 (0.540)			0.029 *** (0.000)
GROWTH			0.029 *** (0.000)			0.045 *** (0.000)
RLA			-0.074 *** (0.000)			-0.020 ** (0.012)

\*, \*\*, \*\*\* 分别表示在 0.1、0.05、0.01 的水平上显著

过度投资决策的影响要大于非家族上市公司,这说明,相比于非家族上市公司,家族上市公司更易于做出过度投资的决策,这就证明了本文的假设 2。

(3)独立董事的比例与过度投资负相关,但并未通过显著性检验。无论是在家族上市公司还是非家族上市公司,独立董事的比例都没有通过显著性检验,这就是说,独立董事并没有起到抑制过度投资的显著作用,因此否决了假设 3。这一结论不同于国外的主要研究结果,这是因为目前我国上市公司治理结构不完善,大多数公司的实际控制人掌握了独立董事的选择权,而且独立董事的激励约束机制不健全也降低了独立董事的独立性,这些都导致我国的独立董事制度流于形式,难以有效行使监督职能。

(4)对于家族上市公司,董事长与总经理两职合一与过度投资显著正相关,但在非家族上市公司中,这种关系并不显著。正如前文的描述性分析所述,家族上市公司董事长与总经理两职兼任的均值要明显高于非家族上市公司,这种集权性的制度特征导致家族上市公司的管理者更加容易过度自信,从而也更容易引发过度投资,而在非家族上市公司中,所有权大多与经营权分离,公司治理机制也相对健全,这能有效约束管理者的过度投资行为,因而其两职兼任的状况并未加剧企业的过度投资行为。本结论并未支持前文的假设 4。

(5)总资产增长率与过度投资显著正相关,资产负债率与过度投资显著负相关。从表中可以看出,这两个指标对家族上市公司和非家族上市公司的影响结果是一致的。总资产增长率综合反映公司的成长性能,该比例高,表明公司成长性良好,更有实力和可能进行并购投资活动。高负债率会减少企业的现金流,使并购发生的可能性减小,从而抑制了企业的过度投资。

### 3.3 稳健性检验

为了验证上述结论的稳健性,我们替换了管理者过度自信的衡量指标,用上市公司的盈利预测是否变化来判断管理者是否过度自信。稳健性检验仍然采用 2008—2010 年沪深 A 股的上市公司数据,如果公司在 3 年的观察期内至少有一次管理层预测的盈利水平高于实际的盈利水平,则将该公司的管理者定义为过度自信的管理者。在对样本数据进行筛选之后,我们分别对模型 1、模型 2 和模型 3 进行回归分析,结果与表 5 报告的结论类似,说明本研究的实证结果较为稳定。限于篇幅,本文未能详细报告上述回归结果。

## 4 结论与建议

本文以我国 2008 年以前在沪深两市上市的 A 股公司为研究样本,并将样本分为家族上市公司和非家族上市公司两组,考察管理者过度自信对过度投资的影响,并进行对比分析。实证结果表明:(1)管理者过度自信与企业过度投资显著正相关。(2)家族上市公司的管理者比非家族上市公司的管理者更容

易过度自信,且更易于做出过度投资决策。(3)独立董事比例与过度投资的关系不显著,说明我国的独立董事的作用并没有得到发挥。(4)对于家族上市公司,董事长与总经理两职合一与过度投资显著正相关,但在非家族上市公司中,这种关系并不显著,这主要是由两者之间公司集权特征的差异所引起的。(5)总资产增长率与过度投资显著正相关,资产负债率与过度投资显著负相关。

通过上文的实证分析可以发现,我国的家族企业普遍存在着过度自信的心理以及过度投资的行为,这一方面与我国的市场机制不健全有关,另一方面也与家族企业内部治理机制不合理有关,鉴于此,本文提出以下建议:

(1)进一步推进上市公司的制度改革,推动公司引进优秀的经理人,改变家族上市公司一股独大、高管任人唯亲、以及家族绝对控股的畸形局面,同时增加小股东等利益相关者的话语权,促进管理者理性投资。

(2)进一步健全和完善独立董事制度:①完善独立董事的任免程序,强调对独立董事资格免除保护的制度安排,真正让独立董事独立于企业,确保独立董事能够公正客观地发表独立意见。②适当提高独立董事在董事会中的比例,完善独立董事制度的外部环境,加强证券诉讼和保障制度,建立有效的独立董事市场。其目的都是为了真正发挥独立董事的监督与制衡作用,有效减少过度投资或非效率投资的发生。

(3)分红。国外学者研究表明,分红既是解决自由现金流的好办法,也可以起到防范管理者过度自信的作用。由于我国家族企业在成长中具有不断实行并购扩大规模的倾向,这种倾向在过度自信心理下将会变得更加明显,因此参照国外的经验,本文主张相关部门应完善相关法规制度,让上市公司多分红,这样可以有效防范过度自信管理者的过度投资行为。

## 参考文献 References

- [1] RICHARD Roll. The Hubris Hypothesis of Corporate Acquisitions[J]. *Journal of Business*, 1986(59).
- [2] 克林·盖尔西克. 家族企业的繁衍——家族企业的生命周期[M]. 贺敏,译. 北京:经济时报出版社,1998.  
KELIN E. Gersick. Generation to Generation: Life Cycles of the Family Business[M]. HE Min, Translated. Beijing: The Economic Daily Press, 1998.
- [3] NEUBAUER F, LANK A G. The Family Business: His Governance for Sustainability[M]. London: Mcmillan Press, 1998.
- [4] GERVAIS S, HEATON J B, ODEAN T. Overconfidence, Investment Policy and Executive Stock Options[R]. Working Paper(University of Pennsylvania), 2003.
- [5] HEATON J B. Managerial Optimism and Corporate Finance[J]. *Financial management*, 2002(31).
- [6] Ulrike Malmendier, Geoffrey Tate. Does Overconfidence Affect Corporate Investment? CEO Overconfidence Measures Revisited[J]. *European Financial Management*, 2005(11). 649-659
- [7] Ulrike Malmendier, Geoffrey Tate. Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction[J]. *Journal of Finance Economics*, 2008, 89(3): 20-43.
- [8] RAYNA Brown, SARMA Neal. CEO Overconfidence, CEO Dominance and Corporate Acquisitions[J]. *Journal of Economics and Business*, 2007(59): 358-379.
- [9] MELIN Leif. Corporate Governance Processes in Family Firms—The Role of Influential Actors and The Strategic Arena[R]. Paper Submitted for The ICS World Conference, 2000(1).
- [10] PAUL Hribar, YANG Holly. CEO Overconfidence and Enterprise' Radical Liabilities Behavior[J]. *Management World*, 2006(8): 104-125.
- [11] MIKKO Mustakallio, ECKKO Auti, SHAKER A Zahra. Relational and Contractual Governance in Family Firms Efforts on Strategic Decision Making[J]. *Family Business Review*, 2002, 15(3): 205-222.
- [11] 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(5): 142-148.  
Hao Ying, Liu Xing, LIN Chao-nan. An Empirical Research on the General Manager Overconfidence and Investment Decision for Listed Companies[J]. *Chinese Journal of Management Science*, 2005, (1): 142-148.
- [12] 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 Ming-gui, XIAXin-ping, ZHOU Zhen-song. Managerial Overconfidence and Enterprises' Radical Liabilities Behavior[J]. *Management World*, 2006(8): 104-112.
- [13] 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 Yong-dong, ZHUGuang-yin. An Empirical Research on the Managerial Overconfidence and Corporate Mergers and Acquisitions[J]. *Chinese Review of Financial Studies*, 2010(2): 73-82.
- [14] 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]. *南开管理*

- 评论,2008(2):77-83.
- WANG Xia, ZHANG Min, YU Fu-sheng. CEO Overconfidence and Distortion of Firms' Investments; Some Empirical Evidence from China[J]. Nankai Business Review, 2008(2):77-83.
- [15] 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]. 经济研究, 2009(1):131-142.
- JIANG Fu-xiu, ZHANG Min, LU Zheng-fei, Chen Caidong. Managerial Overconfidence, Firm Expansion and Financial Distress[J]. Economic Research Journal, 2009, (1):131-142.
- [16] 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]. 管理科学, 2010(10):2-13.
- RAO Yu-lei, WANG Jian-xin. CEO Overconfidence, Board Structure and Firm Performance[J]. Journal of Management Science, 2010(10):2-13.
- [17] 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 Qiang, FANG Wen-jun. An Empirical Research on the Manager Overconfidence and Acquisition Decision[J]. Journal of Business Economics, 2008(4):76-80.
- [18] 闫永海, 孔玉生. 总经理过度自信对企业并购决策影响的实证分析[J]. 会计之友, 2011(3):105-108.
- YAN Yong-hai, KONG Yu-sheng. An Analysis of the Influence of Corporate Manager Overconfidence on Acquisition Decision[J]. Friends of Accounting, 2011(3):105-108.
- [19] SCHULZE W. S., LUBATKIN M. H., DINO R. N. Exploring the Agency Consequence of Ownership Dispersion among the Directors of Private Family Firms[J]. Academy of Management Proceedings, 2003, 46(2):179-194.
- [20] PETER Jaskiewicz, SABINE Klein. The Impact of Goal Alignment on Board Composition and Board Size in Family Business[J]. Journal of Business Research, 2007(5):1080-1089.
- [21] STEIER L. Variants of Agency Contract in Family—Financed Ventures as a Continuum of Familial Altruistic and Market Rationalities[J]. Journal of Business Venturing, 2003, 18(5):597-618.
- [22] DOUKAS John A., PETMEZAS Dimitris. Acquisitions, Overconfident Managers and Self-Attribution Bias[J]. European Financial Management Association, 2007, 13, (3):531-577.
- [23] LIN Y, HU S, EHEN M. Managerial Optimism and Corporate Investment; Some Empirical Evidence from Taiwan [J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2005(5):523-546.

## Empirical research on the relationship between managerial overconfidence of the listed family enterprises and excessive investment

MEI Shi-qiang, WEI Hao-qiang

(School of Management and Economics of Tianjin University, Tianjin 300072, China)

**Abstract:** China's family enterprises have their unique characteristics in corporate governance and investment activities. This paper, through analyzing managerial overconfidence and the result of company overinvestment in Shenzhen and Shanghai stock market, and sorting the samples in two different groups—listed family companies and non listed family companies, comes into conclusion that, (1) Managerial overconfidence and excessive investment have a significant positive correlation. (2) Managers of listed family companies are easier to be overconfident than managers of non-listed family companies, and are easier to make over-investment decisions. (3) The relationship of the proportion of independent directors and excessive investment is not clear, which means independent directors are not playing an effective supervisory role. (4) For listed family company which has the same person as both the board director and manager, the correlation with overinvestment is pretty strong. However the relationship is not significant in non-listed family companies. (5) The growth rate of total assets has a significant positive correlation with excessive investment, and the asset-liability ratio has a significant negative correlation with the excessive investment.

**Key words:** listed family enterprises; overconfidence; excessive investment