

# 管理层过度自信、分析师跟踪与投资效率

苑泽明(博士生导师), 宋雪梅, 孙钰鹏

**【摘要】**企业投资效率不仅关乎企业的未来,也关乎国家宏观经济的发展,而分析师作为资本市场的重要信息媒介,对资本市场的稳定发挥着重要作用。以2011~2016年我国沪深A股上市公司为研究对象,实证检验管理层过度自信、分析师跟踪与投资效率的关系。研究表明:管理层过度自信能够抑制企业的投资效率,加剧企业过度投资和投资不足;分析师跟踪可以负向调节管理层过度自信引起的非效率投资,特别是在最高管理者为男性的上市公司,分析师跟踪对管理层过度自信所导致的过度投资的负向调节作用显著。研究对于充分认识分析师职能、强化分析师跟踪的外部治理效应、拓展投资效率的影响因素、提高上市公司投资效率,具有一定的理论意义和现实意义。

**【关键词】**管理层过度自信; 分析师跟踪; 投资效率; 过度投资; 投资不足

**【中图分类号】**F275 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1004-0994(2018)20-0031-10

## 一、引言

随着证券市场的改革、基金市场的发展及QFII机制的实施,我国证券市场的规模不断壮大。但我国资本市场制度尚不完善,中小投资者专有知识和甄别能力匮乏,其利益很容易被上市公司管理层侵占从而产生一系列金融风险。针对债券市场存在的一些不规范交易行为,人民银行、银监会、证监会、保监会共同研究制定了《关于规范债券市场参与者债券交易业务的通知》(银发[2017]302号),旨在规范债券交易行为。党的十九大报告、第五次全国金融工作会议及中央经济工作会议等提出“守住不发生系统性金融风险底线”的明确要求;此外,十九大报告也明确指出要“深化金融体制改革,增强金融服务实体经济的能力,促进多层次资本市场健康发展”。证券分析师作为证券市场的重要组成部分,其发布的报告已成为投资者进行决策的重要参考依据。东方财富也于2014年首次推出中国分析师指数,旨在利用

指数评价体系为投资者甄别信息、判断市场行情提供参考,国泰安也推出分析师预测数据库来进一步方便学者对分析师行为的研究。分析师作为资本市场重要的信息媒介,可以使信息在资本市场中接受资本的公司与提供资本的投资者之间流动。那么分析师能否真正作用于企业,促进资本市场的发展,还值得进一步研究。

古典决策理论认为,经济人的绝对理性可以使他们找到最优的决策方案。而西蒙的有限理性理论则认为,管理者或决策者由于各种因素的限制,无法做到绝对理性,而是处于绝对理性和绝对非理性的中间状态——有限理性状态,正是这种有限理性的存在,使得他们不能满足经济人绝对理性的假设条件而产生非最优决策行为。行为金融学中的过度自信理论表明,人在判断和决策中很容易产生过度自信,而高阶理论也指出企业的各种经济决策都受到决策者认知水平的影响。因此,过度自信的管理者可能会因为自身的认知偏差,做出一些非理性的投

**【基金项目】**国家社会科学基金重点项目“创新型企业知识产权质押贷款风险与预警研究”(项目编号:14AJY004);天津市财政局2017~2018年度重点会计科研项目“‘互联网+’背景下企业无形资产融资平台构建机理研究”(项目编号:Q170401)

资决策。

目前,大量的文献从融资约束、货币政策、公司治理、产权性质、会计稳健性等方面对企业的投资效率进行了研究,但是考察分析师外部治理和管理层过度自信对企业投资效率的影响的文献相对较少。综上所述,本文从管理层非理性行为视角出发,研究管理层过度自信给企业投资效率带来的影响,以及分析师跟踪能否对管理层过度自信导致的非效率投资发挥有效的外部监管作用进行探讨。此外,本文也进一步基于最高管理层性别的差异,探讨了分析师跟踪的作用。本文可能的贡献在于:①丰富了分析师跟踪外部监管作用的相关实证文献;②对于充分认识分析师跟踪的外部治理效应和投资效率的影响因素具有一定的指导意义,为相关机构的决策提供一定的参考借鉴。

## 二、文献综述与假设提出

### (一)管理层过度自信与投资效率

Jensen<sup>[1]</sup>认为,投资过度是指企业选择实际支出大于最优水平的投资项目,导致资本浪费;投资不足是指企业选择放弃NPV大于等于零的投资项目,从而产生决策失误。过度自信是影响行为人决策的重要心理因素<sup>[2]</sup>。行为金融学中的过度自信理论表明,过度自信是一种认知偏差,人在判断和决策中很容易产生过度自信。Roll<sup>[3]</sup>最早研究了企业的并购行为与管理层过度自信的关系,并提出了“自负假说”。此后,其他学者也证实了管理层过度自信会影响企业的投资效率<sup>[4][5]</sup>。

西蒙的有限理性理论指出,由于各种因素的限制,管理者不能满足经济人绝对理性的假设条件而产生非最优决策行为。企业管理者由于自身性格的缺陷,往往不会严格按照传统的财务决策原则行事,从而出现决策偏差。此外,传统文化中根深蒂固的等级观念也会进一步强化企业管理层的过度自信<sup>[6]</sup>。在我国,悠久的君臣文化的影响甚广,公司的管理层一般拥有较高的话语权,人们往往容易忽视制度,习惯性地服从领导,因而公司高层管理者相比于一般人更容易产生高高在上的感觉,会表现出明显的过度自信。

行为金融学理论也表明管理层的行为选择并非完全理性,也存在非理性行为,如过度自信等。在企业日常决策中,过度自信的管理层有着更强烈的风险偏好<sup>[7]</sup>,往往会高估投资的回报,而低估风险和现

金流的波动<sup>[8]</sup>,这可能会导致企业出现过度投资。同时,过度自信的管理层很可能为了个人利益而进行更多的投资<sup>[9][10][11]</sup>,以获得更多的货币薪酬和在职消费。“壕沟效应”也表明管理层愿意投资一些NPV为负但可以增加其人力资本的项目,从而增加公司对他们的依赖程度<sup>[12]</sup>。Moore等<sup>[13]</sup>发现企业的管理层很容易产生过度自信,尤其是当他们拥有公司的控制权时,过度自信往往表现得更为明显。企业管理层的过度自信会使企业决策偏离最佳方向,对企业价值造成损害。此外,过度自信的管理层也有可能认为这些NPV大于零的项目给自己带来的收益比较低,从而放弃这些项目,导致公司的投资不足<sup>[14]</sup>。Ho等<sup>[15]</sup>也发现,管理层倾向投资于他们偏好和擅长的领域,往往会错过一些NPV大于零的项目,加剧公司的投资不足。基于上述分析,本文提出以下假设:

H1:在其他条件不变的情况下,管理层过度自信会抑制企业的投资效率,加剧企业的过度投资和投资不足。

### (二)管理层过度自信、分析师跟踪与投资效率

Biddle等<sup>[16]</sup>将投资效率定义为在没有逆向选择和代理成本等市场摩擦的情况下,企业会选择NPV为正的项目进行投资。在资源配置过程中,信息不对称和代理问题是导致企业非效率投资的最重要因素<sup>[17]</sup>,只有解决信息不对称问题和两权分离导致的委托代理问题,才有可能提高企业的投资效率。

现有文献表明,投资者的行为受到企业信息透明度的影响,信息透明度越高,企业吸引的投资者越多<sup>[18]</sup>。作为资本市场信息媒介的分析师,一般具有专业的学科背景<sup>[19]</sup>,他们通过对上市公司的信息进行搜集、加工、解读和传递<sup>[20]</sup>,能够提高公司的信息透明度,缓解资本市场的信息不对称<sup>[21]</sup>。已有研究表明,跟踪企业的分析师数量越多,企业就会有越多的非公开信息传递给外部投资者,信息传播效率越高,投资者与企业的信息不对称程度越低<sup>[22]</sup>。另外,分析师对企业的持续关注也可能减少企业投资过程中的代理问题<sup>[23]</sup>,降低管理者攫取私利的可能性,提高资金使用效率,使其进行高效率的投资<sup>[19]</sup>。而且,分析师跟踪能够使过度自信管理层的行为受到股东的奖惩,从而激发他们做出最优决策的热情<sup>[24]</sup>,提高企业的投资效率。

根据压力理论,分析师的跟踪以及其发布的研报信息也会给过度自信的管理层在心理认知上带来

较大的压力,从而影响他们的决策行为。分析师跟踪会使公司得到更多投资者的关注,并且这种关注会对公司的经营业绩产生“放大”作用,从而影响股票价格<sup>[25]</sup>。当过度自信的管理层进行非效率投资时,他们的行为更容易被市场所感知,尤其是当非效率投资导致公司财务状况不佳时,分析师的跟踪会加重投资者的担忧,从而抛售股票,这会给公司的管理层带来较大的业绩压力,对过度自信的管理层的非效率投资行为起到一定作用。而且,对于存在过度投资的企业,分析师会向市场传递负面消息,在代理理论和信号传递理论下,公司管理层的能力可能会受到质疑<sup>[26]</sup>,在自我救赎和规避处罚的动机下,过度自信的管理层的投资行为就会变得更为谨慎,从而将资金投资于获利能力更高的项目。因此分析师跟踪能够负向调节管理层过度自信所导致的非效率投资。

此外,不同性别的管理层自信程度不同,对企业投资效率的影响也存在差异。组织行为学理论表明,相比于男性管理者,女性管理者考虑问题时更加深思熟虑,她们在做投资决策时也往往更为谨慎<sup>[27]</sup>;女性管理者往往以求稳为主,变革意识较弱,风险防范和责任承担意识相对较强,一般不容易出现过度投资,而男性管理者则有着更高的风险偏好,容易出现过度投资。Ibrahim等<sup>[28]</sup>从女性主义关怀伦理学角度,也认为性别差异会影响人们的伦理观。女性管理者一般拥有较高的职业操守,更倾向于保持和谐稳定的工作环境及公司业绩的可持续发展,因此,她们不会趋向于过度投资。同时,女性管理者往往拥有更为亲和的领导风格。当女性管理者采用独裁的领导风格时,她将面临更多的指责和质疑;相反,当女性管理者采用更具亲和力的领导风格时,将更容易获得下属的认可<sup>[29]</sup>。这也使得女性管理者独裁的可能性较小,从而过度投资的可能性较小,分析师对其的关注程度可能较低。因此,在最高管理者为男性的上市公司,分析师跟踪对管理层过度自信所导致过度投资的负向调节作用可能会更强。基于以上分析,本文提出以下假设:

H2a:在其他条件不变的情况下,分析师跟踪对管理层过度自信所导致的非效率投资具有一定的负向调节作用。

H2b:在其他条件不变的情况下,最高管理者为男性的上市公司,分析师跟踪对管理层过度自信所导致过度投资的负向调节作用更显著。

### 三、研究设计

#### (一)数据来源与样本确定

本文的初始样本为2011~2016年沪深A股上市公司,管理层过度自信数据来自RESSET数据库,其他数据来自CSMAR数据库。根据研究目的,本文对初始样本进行如下筛选:①剔除金融、保险业公司及ST、PT类公司;②剔除有缺漏值、异常值的变量数据;③对所有连续变量进行1%和99%分位的缩尾处理,以消除极端值的影响。完成上述处理后,本文最终得到了13369个观察值,实证研究所采用的软件为Stata 11.0。

#### (二)变量定义与模型设计

1. 被解释变量。投资效率(Inv)。本文借鉴Biddle等<sup>[16]</sup>、王克敏等<sup>[30]</sup>的研究,用模型1估计的残差绝对值度量投资效率,该值越大,投资效率越低。本文根据残差项的正负将投资效率分为过度投资(Over\_inv)与投资不足(Under\_inv)。为了计算方便,用负的残差的绝对值衡量投资不足。

$$Inv = \beta_0 + \beta_1 Growth + \varepsilon \quad (\text{模型1})$$

其中:Inv表示投资总额,为“购建固定资产+构建子公司-处置固定资产-处置子公司-累计折旧”所支付的现金与总资产之比;Growth表示总资产增长率。

2. 解释变量。本文的解释变量主要有两个。一是管理层过度自信(Confb),参考姜付秀等<sup>[6]</sup>的研究将管理层相对薪酬定义为管理层过度自信,即前三位高管的薪酬之和/所有董监高薪酬之和的值大于所在行业董监高薪酬的中位数时取1,否则取0。

二是分析师跟踪(Cov),参考李春涛等<sup>[31]</sup>、李琳等<sup>[32]</sup>的研究,将是否存在分析师跟踪(Cov0)与分析师跟踪人数(Cov1)定义为分析师跟踪(Cov)。

3. 控制变量。为了减少其他变量对企业投资效率的影响,本文参考胡元木等<sup>[33]</sup>、魏群<sup>[34]</sup>、何捷等<sup>[35]</sup>的研究,选取资产收益率(Roa)、公司规模(Size)、财务杠杆(Lev)、管理层持股比例(Yr)、第一大股东持股比例(Top1)、总资产增长率(Growth)、独立董事比例(Indratio)、管理层性别(Gender)、管理层是否两职合一(Duality)、管理层是否具有政治关联(Political)、托宾Q(TobinQ)、企业性质(State)、年份(Year)、行业(Ind)作为控制变量,具体定义见表1。

4. 模型设计。为了考察管理层过度自信对投资



表 1 变量的定义与度量

变量类型	变量名称	变量代码	变量定义
被解释变量	投资效率	Inv	模型 1 残差的绝对值
	过度投资	Over_inv	模型 1 残差大于零的值
	投资不足	Under_inv	模型 1 残差小于零值的绝对值
解释变量	管理层过度自信	Confb	管理层相对薪酬,薪酬最高的前三位高管薪酬之和/所有董监高薪酬之和的值大于所在行业董监高薪酬的中位数取 1,否则取 0
	分析师跟踪	Cov0	是否存在分析师跟踪,存在则取 1,否则取 0
Cov1		分析师跟踪人数,用跟踪一家上市公司机构数量的自然对数衡量	
控制变量	资产收益率	Roa	净利润/平均资产总额
	公司规模	Size	期末总资产的自然对数
	财务杠杆	Lev	负债/期末总资产
	管理层持股比例	Yr	管理层持股数/总股数
	第一大股东持股比例	Top1	第一大股东持股数/总股数
	总资产增长率	Growth	期末总资产增加额/年初总资产
	独立董事比例	Indratio	独立董事人数/董事会总人数
	管理层性别	Gender	最高管理者的性别为男取 1,否则取 0
	管理层是否两职合一	Duality	管理层两职合一取 1,否则取 0
	管理层是否具有政治关联	Political	管理层具有政治关联取 1,否则取 0
	托宾 Q	TobinQ	(年末流通股市值+非流通股净资产的金额+长期负债合计+短期负债合计)/年末总资产
	企业性质	State	国企为 1,非国企为 0
	年份	Year	指定年份为 1,其他年份为 0
	行业	Ind	指定行业为 1,其他行业为 0

效率的影响,构建如下模型:

$$Inv/Over\_inv/Under\_inv = \beta_0 + \beta_1 Confb + \sum Control + \sum Year + \sum Ind + \epsilon \quad (模型 2)$$

随后,在模型 2 的基础上加入分析师跟踪与管理层过度自信的交乘项,以考察二者的交互作用对企业投资效率的影响,构造如下模型:

$$Inv/Over\_inv/Under\_inv = \beta_0 + \beta_1 Confb + \beta_2 Cov + \beta_3 Confb \times Cov + \sum Control + \sum Year + \sum Ind + \epsilon \quad (模型 3)$$

根据本文的研究假设,模型 2 中 Confb 的系数预期为正;模型 3 中,交乘项的系数预期为负。

#### 四、实证结果

##### (一)描述性统计与相关性分析

表 2 是主要变量的描述性统计结果。

表 2 主要变量的描述性统计

变量	N	Min	Max	Mean	p25	p50	p75	Sd
Inv	13369	-0.210	0.260	0.003	-0.030	-0.008	0.026	0.060
Confb	13369	0	1	0.490	0	0	1	0.500
Cov0	13369	0	1	0.790	1	1	1	0.410
Cov1	13369	0	3.700	1.400	0	1.400	2.400	1.200
Roa	13369	-0.240	0.230	0.039	0.013	0.035	0.064	0.053
Size	13369	19	27	22	21	22	23	1.300
Lev	13369	0.033	0.980	0.430	0.260	0.430	0.600	0.220
Yr	13369	0	1	0.250	0	0	0	0.430
Top1	13369	7.200	80	35	23	33	46	15
Growth	13369	-0.820	29	0.600	-0.031	0.140	0.460	2.500
Indratio	13369	10	67	37	30	36	43	9.800
Gender	13369	0	1	0.830	1	1	1	0.380
Duality	13369	0	1	0.018	0	0	0	0.130
Political	13369	0	1	0.150	0	0	0	0.360
TobinQ	13369	0.170	19	2.300	0.920	1.700	2.900	2.400
State	13369	0	1	0.380	0	0	1	0.480

从表 2 中可以看出,样本企业平均投资效率(Inv)的值为 0.003,中位数为-0.008,最大值为 0.260,最小值为-0.210,这说明企业之间投资效率的差异性较大。管理层过度自信(Confb)的均值为 0.490,这说明样本企业中有 49% 的企业的管理层存在着过度自信。在分析师跟踪方面,是否存在分析师跟踪(Cov0)的均值为 0.790,说明我国大多数企业存在分析师跟踪;分析师跟踪人数(Cov1)的方差为 1.200,这表明跟踪上市公司的机构数量的分布并不

均匀,且存在较大的差异。在控制变量方面,企业资产收益率的均值为0.039,说明整体而言我国企业是盈利的;公司规模均值为22,方差为1.300,说明我国各企业规模存在较大的差异;财务杠杆的均值为0.430,这说明我国企业整体而言有43%的资金来自负债融资;企业总资产增长率的均值为0.600,方差为2.500,说明我国企业的资产整体而言是不断增长的,但各企业总资产的增长速度差异较大;托宾Q的均值为2.300,方差为2.400,说明我国各企业成长能力存在较大的差异。管理层平均持股比例为25%,表明我国企业管理层的权力较大;第一大股东平均持股比例为35%,说明我国企业的股权集中度较高;独立董事比例的均值是37%,说明整体而言我国企业独立董事占董事会人数的比例为37%;管理层性别的均值为0.830,说明整体而言有83%的最高管理者为男性;管理层是否两职合一的均值为0.018和管理层是否具有政治关联的均值为0.150,说明我国企业大多数管理者不存在两职合一和政治关联;企业性质的均值为0.380,中位数为0,说明我国以民营企业居多。

### (二)相关性分析

表3显示了主要变量的相关性分析结果,除管理层过度自信、第一大股东持股比例、总资产增长率、管理层是否具有政治关联、托宾Q外,其余变量均与投资效率显著相关。通过表3可发现各变量之间不存在严重的多重共线性。

### (三)回归分析

1. 管理层过度自信与投资效率。本文利用模型2检验样本企业管理层过度自信对投资效率的影响。从表4中可以看出,管理层过度自信与投资效率、过度投资和投资不足均在1%的水平上显著正相关,符合本文的预期。这说明,过度自信的管理层由于风险偏好、个人利益的驱使,更容易将资金投放于NPV为负的项目,导致过度投资;同时过度自

主要变量的相关系数

变量	Inv	Confb	Cov0	Cov1	Roa	Size	Lev	Yr	Top1	Growth	Inratio	Gender	Duality	Political	TobinQ	State
Inv	1															
Confb	-0.010	1														
Cov0	0.195***	-0.054***	1													
Cov1	0.238***	-0.071***	0.607***	1												
Roa	0.138***	0.033***	0.252***	0.395***	1											
Size	0.029***	-0.162***	0.234***	0.332***	-0.013	1										
Lev	-0.090***	-0.090***	-0.096***	-0.098***	-0.388***	0.485***	1									
Yr	0.091***	0.133***	0.044***	0.041***	0.051***	-0.175***	-0.144***	1								
Top1	0.013	0.034***	0.086***	0.084***	0.093***	0.252***	0.065***	-0.053***	1							
Growth	-0.005	0.006	-0.051***	-0.065***	0.018**	0.006	0.072***	-0.009	0.009	1						
Inratio	0.054***	0.004	0.027***	0.019**	0.026***	-0.120***	-0.142***	0.119***	-0.015*	-0.026***	1					
Gender	-0.021**	-0.023***	-0.015*	-0.005	-0.020**	0.048***	0.031***	-0.045***	0.017**	-0.009	-0.028***	1				
Duality	0.017*	0.039***	0.005	0	0.007	-0.051***	-0.036***	0.199***	-0.018**	-0.003	0.046***	0.043***	1			
Political	0.008	-0.011	-0.003	0.007	0.008	0.046***	0.028***	-0.014	0.025***	-0.013	-0.002	0.054***	0.063***	1		
TobinQ	-0.013	0.129***	-0.045***	-0.013	0.180***	-0.500***	-0.358***	0.125***	-0.126***	0.045***	0.073***	-0.039***	0.032***	-0.062***	1	
State	-0.139***	-0.077***	-0.052***	-0.061***	-0.103***	0.368***	0.304***	-0.270***	0.229***	0.009	-0.195***	0.069***	-0.068***	0.050***	-0.256***	1

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示回归结果在1%、5%和10%的水平上显著。下同。

表 4 管理层过度自信与  
投资效率的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	Inv	Over_inv	Under_inv
Confb	0.002*** (2.86)	0.004*** (2.66)	0.002*** (3.18)
Roa	-0.012 (-1.55)	-0.020 (-1.10)	-0.038*** (-5.73)
Size	-0.002*** (-5.37)	-0.001 (-0.82)	-0.004*** (-11.50)
Lev	0.015*** (6.61)	0.017*** (3.47)	0.017*** (8.93)
Yr	0.001 (1.36)	0.001 (0.66)	-0.002** (-2.24)
Top1	-0.000 (-0.61)	0.000 (0.20)	-0.000* (-1.87)
Growth	0.001*** (4.23)	0.001*** (4.08)	0.000*** (2.78)
Indratio	-0.000 (-0.83)	0.000 (0.88)	-0.000*** (-3.15)
Gender	-0.001 (-1.15)	-0.002 (-1.15)	-0.000 (-0.21)
Duality	0.000 (0.06)	0.002 (0.34)	-0.001 (-0.40)
Political	0.001 (1.00)	0.002 (0.90)	-0.000 (-0.08)
TobinQ	0.001*** (6.46)	0.002*** (4.23)	0.001*** (5.58)
State	-0.007*** (-7.91)	-0.014*** (-8.02)	0.002** (2.56)
_cons	0.101*** (10.90)	0.079*** (4.23)	0.136*** (16.25)
Year	Yes	Yes	Yes
Ind	Yes	Yes	Yes
N	13369	5653	7716
Adj. R <sup>2</sup>	0.053	0.059	0.097
F	22.233	11.064	24.674
P	0.000	0.000	0.000

信的管理层也可能会倾向于投资他们偏好的领域,忽视一些NPV为正的投资项目,加剧投资不足。因此,管理层过度自信确实能够抑制企业的投资效率,加剧企业的过度投资和投资不足,H1因此得到验证。

2. 管理层过度自信、分析师跟踪与投资效率。本文利用模型3检验分析师跟踪对管理层过度自信导致的非效率投资的影响。表5分别显示了分析师

表 5 管理层过度自信、分析师跟踪、投资效率的回归结果

变量	Cov1			Cov0		
	Inv	Over_inv	Under_inv	Inv	Over_inv	Under_inv
Cov1	-0.001* (-1.70)	0.004*** (3.82)	-0.004*** (-9.69)			
Cov0				0.001 (0.61)	0.009*** (2.97)	-0.010*** (-8.68)
Confb	-0.002 (-1.40)	0.005** (2.15)	0.001 (1.45)	-0.002 (-1.36)	0.010*** (2.60)	0.000 (0.24)
Cov× Confb	-0.000 (-0.68)	-0.001 (-0.73)	0.000 (0.65)	0.000 (0.05)	-0.007* (-1.73)	0.002 (1.56)
Roa	0.019** (2.29)	-0.048** (-2.47)	-0.016** (-2.43)	0.011 (1.39)	-0.026 (-1.43)	-0.027*** (-4.14)
Size	0.003*** (6.00)	-0.002** (-2.57)	-0.002*** (-4.88)	0.002*** (4.92)	-0.001 (-1.35)	-0.003*** (-7.92)
Lev	-0.016*** (-6.87)	0.019*** (3.83)	0.015*** (7.58)	-0.015*** (-6.47)	0.018*** (3.63)	0.015*** (7.73)
Yr	-0.001 (-1.20)	0.001 (0.45)	-0.002* (-1.76)	-0.001 (-1.40)	0.001 (0.59)	-0.002* (-1.88)
Top1	0.000 (0.52)	0.000 (0.49)	-0.000** (-2.01)	0.000 (0.59)	0.000 (0.16)	-0.000 (-1.58)
Growth	-0.001** (-4.39)	0.001*** (4.42)	0.000** (2.36)	-0.001*** (-4.19)	0.001*** (4.19)	0.000** (2.50)
Indratio	0.000 (0.87)	0.000 (0.85)	-0.000*** (-2.93)	0.000 (0.81)	0.000 (0.81)	-0.000*** (-3.08)
Gender	0.001 (1.11)	-0.002 (-1.12)	-0.000 (-0.34)	0.001 (1.16)	-0.002 (-1.10)	-0.000 (-0.34)
Duality	-0.000 (-0.07)	0.002 (0.42)	-0.000 (-0.14)	-0.000 (-0.06)	0.001 (0.29)	-0.001 (-0.37)
Political	-0.001 (-1.02)	0.002 (0.87)	-0.000 (-0.34)	-0.001 (-0.99)	0.002 (0.89)	-0.000 (-0.27)
TobinQ	-0.001*** (-6.05)	0.002*** (3.75)	0.001*** (7.44)	-0.001*** (-6.46)	0.002*** (4.12)	0.001*** (5.97)
State	0.007*** (7.44)	-0.013*** (-7.33)	0.001 (1.31)	0.007*** (7.95)	-0.014*** (-7.79)	0.001* (1.74)
_cons	-0.112*** (-11.11)	0.108*** (5.41)	0.093*** (10.17)	-0.100*** (-10.54)	0.081*** (4.28)	0.118*** (13.87)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Ind	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	13369	5653	7716	13369	5653	7716
Adj. R <sup>2</sup>	0.053	0.061	0.113	0.053	0.060	0.110
F	21.247	10.998	27.482	21.051	10.724	26.755
P	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

跟踪人数(Cov1)以及是否存在分析师跟踪(Cov0)与管理层过度自信交乘项对于企业投资效率的影响,从表5中可以看出是否存在分析师跟踪(Cov0)、管理层过度自信交乘项与企业过度投资在10%的水平上显著负相关,而且无论是分析师跟踪人数

表 6 管理层过度自信、分析师跟踪、投资效率的回归结果(区分最高管理者性别)

变量	Cov1				Cov0			
	Over_inv		Under_inv		Over_inv		Under_inv	
	Male	Female	Male	Female	Male	Female	Male	Female
Cov1	0.004*** (3.95)	0.001 (0.39)	-0.005*** (-9.31)	-0.003*** (-2.82)				
Cov0					0.009** (2.51)	0.014 (1.62)	-0.018** (-2.10)	-0.003 (-0.53)
Confb	0.008*** (2.79)	-0.006 (-0.97)	0.001 (0.83)	0.005* (1.87)	0.013*** (2.85)	0.007 (0.62)	-0.007 (-0.72)	0.020*** (3.04)
Cov× Confb	-0.002 (-1.43)	0.004 (1.25)	0.000 (0.53)	0.000 (0.19)	-0.010** (-2.02)	-0.006 (-0.54)	0.007 (0.64)	-0.017** (-2.31)
Roa	-0.057*** (-2.63)	-0.013 (-0.30)	-0.012* (-1.67)	-0.044** (-2.41)	-0.020 (-0.98)	-0.006 (-0.15)	0.025*** (13.33)	0.004 (1.51)
Size	-0.002** (-2.08)	-0.004 (-1.46)	-0.002*** (-4.49)	-0.002* (-1.81)	-0.001 (-1.48)	-0.003 (-1.15)	-0.013*** (-5.46)	-0.006*** (-3.48)
Lev	0.015*** (2.85)	0.034*** (2.77)	0.014*** (6.81)	0.017*** (3.50)	0.015** (2.54)	0.028** (2.17)	0.044*** (5.73)	0.019*** (5.40)
Yr	0.002 (1.07)	-0.004 (-1.14)	-0.001 (-0.60)	-0.005*** (-2.59)	0.002 (1.01)	-0.005 (-1.30)	0.006 (0.84)	-0.003 (-0.85)
Top1	-0.000 (-0.58)	0.000** (2.23)	-0.000** (-2.29)	-0.000 (-0.01)	-0.000 (-1.04)	0.000** (2.15)	-0.000 (-1.15)	-0.000 (-0.04)
Growth	0.001*** (4.19)	0.001 (1.44)	0.000* (1.88)	0.001 (1.61)	0.000 (0.70)	-0.000 (-0.52)	0.000 (0.87)	0.000 (0.28)
Indratio	0.000 (0.72)	0.000 (0.56)	-0.000*** (-2.90)	-0.000 (-0.66)	0.000 (0.50)	0.000 (0.46)	-0.000 (-0.51)	0.000 (0.69)
Duality	0.002 (0.36)	-0.024 (-0.89)	-0.001 (-0.52)	0.009 (0.82)	0.001 (0.14)	-0.027 (-0.93)	-0.009 (-0.46)	0.005 (0.23)
Political	0.002 (1.05)	-0.001 (-0.13)	-0.000 (-0.25)	-0.000 (-0.10)	0.003 (1.10)	0.001 (0.22)	-0.003 (-0.48)	-0.001 (-0.16)
TobinQ	0.002*** (2.91)	0.003** (2.58)	0.001*** (6.62)	0.002*** (3.49)	0.001* (1.81)	0.002** (2.26)	-0.000 (-0.39)	0.000 (0.13)
State	-0.014*** (-7.02)	-0.011** (-2.36)	0.001 (1.33)	0.001 (0.38)	-0.016*** (-7.21)	-0.010** (-2.13)	0.012** (1.97)	0.001 (0.16)
_cons	0.102*** (4.68)	0.124** (2.41)	0.092*** (9.32)	0.090*** (3.63)	0.074*** (3.59)	0.100** (2.04)	0.119*** (12.90)	0.111*** (4.73)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Ind	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	4636	1017	6437	1279	4636	1017	6437	1279
Adj. R <sup>2</sup>	0.061	0.064	0.116	0.098	0.048	0.053	0.038	0.060
F	9.530	2.918	24.496	4.987	7.688	2.589	8.014	3.347
P	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

(Cov1)还是是否存在分析师跟踪(Cov0),和管理层过度自信交乘项都与投资效率均负相关。这表明,分析师跟踪可以在一定程度上负向调节管理层过度自信所导致的非效率投资,解决企业与投资者的信息不对称问题,并在过度自信的管理层进行过度投

资时施加压力,对其行为起到一定的抑制作用,从而提高企业的投资效率,这种作用在过度自信的管理者进行过度投资时表现明显。因此,H2a得到验证。

在上述研究的基础上,本文又进一步根据最高管理者的性别将样本企业分为两组,以进一步研究性别因素在分析师跟踪对管理层过度自信所导致非效率投资的影响机制中发挥的作用。通过表6可以发现,分析师跟踪和男性管理层过度自信交乘项与企业过度投资在5%的水平上显著负相关,且在最高管理者为男性的组别中,无论分析师跟踪人数(Cov1)还是是否存在分析师跟踪(Cov0)与管理层过度自信交乘项系数均为负,这说明男性管理者由于自我优越感以及独特的风险偏好,容易进行过度投资,而分析师跟踪可以负向调节过度自信的男性管理者所导致的过度投资。因此,H2b得到验证。

### 五、稳健性检验

因为分析师跟踪也会受到企业规模、负债等控制变量的影响,因此本

文借鉴 Yu<sup>[36]</sup>的估算方法,建立模型4,用排除这些因素之后的残差项来构造分析师跟踪的替代变量(Cov2)。此外,管理层过度自信采用其滞后一期的数据(Confb2)来代替,其回归结果与前文的研究基本一致。稳健性检验结果见表7、表8。



表 7 管理层过度自信、分析师跟踪、投资效率的稳健性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Inv	Over_inv	Under_inv	Inv	Over_inv	Under_inv
Cov2				0.001** (1.97)	0.004*** (3.67)	-0.004*** (-6.74)
Confb2	0.002*** (2.73)	0.004** (2.47)	0.002** (2.01)	0.002*** (2.76)	0.004*** (2.70)	0.001 (1.63)
Cov2× Confb2				-0.001 (-0.66)	-0.003 (-1.50)	-0.001 (-0.67)
Roa	-0.014 (-1.64)	-0.023 (-1.18)	-0.040*** (-5.24)	-0.015* (-1.69)	-0.031 (-1.57)	-0.045*** (-5.88)
Size	-0.002*** (-5.05)	-0.001 (-0.64)	-0.005*** (-10.74)	-0.002*** (-5.02)	-0.000 (-0.51)	-0.005*** (-11.03)
Lev	0.015*** (6.02)	0.017*** (3.06)	0.017*** (7.50)	0.015*** (6.00)	0.016*** (3.02)	0.017*** (7.77)
Yr	0.000 (0.50)	-0.000 (-0.23)	-0.002* (-1.74)	0.001 (0.52)	-0.000 (-0.14)	-0.002* (-1.96)
Top1	0.000 (0.09)	0.000 (0.67)	-0.000 (-0.53)	0.000 (0.11)	0.000 (0.80)	-0.000 (-0.33)
Growth	0.001*** (3.29)	0.001*** (3.63)	0.000 (0.72)	0.001*** (3.30)	0.001*** (3.71)	0.000 (0.86)
Inratio	-0.000 (-0.63)	0.000 (1.04)	-0.000*** (-3.03)	-0.000 (-0.63)	0.000 (1.00)	-0.000*** (-3.00)
Gender	-0.001 (-1.19)	-0.002 (-0.98)	-0.001 (-0.58)	-0.001 (-1.21)	-0.002 (-1.08)	-0.001 (-0.63)
Duality	0.003 (0.91)	0.004 (0.72)	0.002 (0.52)	0.003 (0.89)	0.004 (0.76)	0.002 (0.75)
Political	0.001 (0.98)	0.002 (0.81)	0.000 (0.22)	0.001 (0.98)	0.002 (0.76)	0.000 (0.06)
TobinQ	0.001*** (5.84)	0.002*** (4.17)	0.001*** (4.27)	0.001*** (5.83)	0.002*** (4.26)	0.001*** (4.40)
State	-0.006*** (-6.50)	-0.014*** (-7.11)	0.002** (2.48)	-0.006*** (-6.49)	-0.014*** (-7.09)	0.003*** (2.91)
_cons	0.091*** (8.55)	0.058*** (2.70)	0.132*** (13.82)	0.091*** (8.51)	0.054** (2.51)	0.132*** (13.94)
Year	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Ind	yes	yes	yes	yes	yes	yes
N	10345	4304	6041	10345	4304	6041
Adj. R <sup>2</sup>	0.050	0.062	0.087	0.050	0.065	0.102
F	17.433	9.659	18.472	16.580	9.576	20.558
P	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

$$\text{Cov}=\beta_0+\sum \text{Control}+\varepsilon \quad (\text{模型4})$$

## 六、结论与建议

本文以2011~2016年沪深A股上市公司为研究对象,通过实证检验了管理层过度自信、分析师跟踪和投资效率的关系。研究表明:管理层过度自信能够抑制企业的投资效率,加剧企业过度投资和投

资不足;分析师跟踪可以负向调节管理层过度自信所导致的非效率投资,特别是在最高管理者为男性的上市公司,分析师跟踪对管理层过度自信所导致过度投资的负向调节作用显著。稳健性检验结果表明,上述结论依然成立。本文的研究结论对于强化分析师职能、提高上市公司投资效率,具有一定的理论意义和现实意义。理论意义是,丰富了分析师跟踪与管理层过度自信和投资效率关系的文献,从理论上阐释了分析师跟踪对公司投资行为的影响机制,并为其提供了实证支持。现实意义包括:一是分析影响企业投资效率的因素有利于促进企业进行高效率投资;二是探索分析师职能可以为相关机构的决策提供参考,促进我国资本市场的稳健发展。

基于上述研究,本文提出如下政策建议:

在企业层面:①管理层过度自信所导致的非效率投资与企业管理层奖惩机制和公司治理机制的不完善息息相关,企业在制定薪酬激励计划时要考虑薪酬差距对管理层心理和行为的影响,既要防止薪酬差距过小而达不到激励效果,又要防止薪酬差距过大而使管理层过度自信出现短视行为。此外,企业授予管理层股票期权时也要防止管理层权力过大,不能将自身利益与公司利益相结合,从而达不到激励与约束的双重效果,无法提高企业的投资效率。②管理层的非理性行为也会受到企业绩效的影响,企业应建立健全管理层绩效考核

标准,如增加管理层为企业业绩良性发展所做贡献的考核指标,避免管理层自利行为,提高企业的投资效率。③不同性别的管理层决策行为有所差异,企业在遴选管理层时除应考虑管理层的声誉外,还应考虑管理层性别对企业决策行为的影响。

在市场机构层面:①分析师发布的研报直接影响市场反应,市场机构要加强对分析师职业规范和



表 8 管理层过度自信、分析师跟踪、投资效率的稳健性检验(区分最高管理者性别)

变量	Over_inv		Under_inv	
	Male	Female	Male	Female
Cov2	0.005*** (3.70)	0.002 (0.54)	-0.004*** (-6.15)	-0.004*** (-2.58)
Confb2	0.005*** (2.83)	0.001 (0.16)	0.001 (1.42)	0.002 (0.79)
Cov2× Confb2	-0.004** (-2.12)	0.004 (1.06)	-0.001 (-1.35)	0.003 (1.22)
Roa	-0.040* (-1.79)	-0.000 (-0.00)	-0.039*** (-4.74)	-0.091*** (-4.35)
Size	-0.001 (-0.52)	0.000 (0.18)	-0.005*** (-10.80)	-0.003** (-2.29)
Lev	0.014** (2.41)	0.022 (1.60)	0.017*** (6.83)	0.019*** (3.43)
Yr	0.001 (0.50)	-0.006 (-1.44)	-0.001 (-0.92)	-0.005** (-2.16)
Top1	-0.000 (-0.26)	0.000** (2.41)	-0.000 (-0.52)	0.000 (0.38)
Growth	0.001*** (3.63)	0.001 (0.90)	0.000 (0.93)	0.000 (0.29)
Indratio	0.000 (0.58)	0.000 (1.33)	-0.000** (-2.30)	-0.000** (-2.04)
Duality	0.005 (0.79)	-0.032 (-1.09)	0.001 (0.29)	0.015 (1.24)
Political	0.001 (0.63)	0.005 (0.89)	0.000 (0.03)	0.001 (0.36)
TobinQ	0.002*** (3.43)	0.003*** (2.66)	0.001*** (2.86)	0.002*** (4.62)
State	-0.015*** (-6.75)	-0.011** (-2.35)	0.003*** (2.93)	0.002 (0.68)
_cons	0.059** (2.53)	0.020 (0.37)	0.138*** (13.16)	0.101*** (3.83)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes
Ind	Yes	Yes	Yes	Yes
N	3526	778	5035	1006
Adj. R <sup>2</sup>	0.065	0.067	0.102	0.117
F	8.236	2.692	17.830	4.908
P	0.000	0.000	0.000	0.000

研报发布流程的监管,注重研报质量,如市场机构可以制定分析师研报发布前的质量控制和合规审查机制,确保研报的客观性和准确性。②市场机构也要加强分析师数据的信息披露,如分析师指数、新财富分析师指数基金等,来进一步提高分析师数据的准确性。

在政府监管机构层面:①政府监管机构要加强对企业管理层信息披露质量的监管,降低企业投资决策中的信息不对称程度,营造良好的资本市场信息环境。②政府监管机构也要加强对市场机构的监督与评估,严格执行监管责任制和责任追究制。③虽然分析师可以在一定程度上对企业发挥外部治理作用,但是这种作用比较有限,政府监管机构要加强分析师队伍的建设与监督,制定相关的指引和规范,如引入独立分析师制度,保持分析师研报的独立性与公正性,提高其外部治理水平,构建协同共治监管体系,促进资本市场的稳健发展。

#### 主要参考文献:

- [1] Jensen. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeover [ J ]. American Economic Review, 1986(3):305~360.
- [2] Camerer. Overconfidence and Excess Entry: An Experimental Approach [ J ]. American Economic Review, 1999(1):306~318.
- [3] Roll Richard. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers [ J ]. Journal of Business, 1986(59): 197~216.
- [4] 王海明,曾德明. 过度自信对企业投资行为影响研究——基于CEO权力调节效应视角 [ J ]. 湖南大学学报(自然科学版), 2012(11):99~103.
- [5] 叶玲,王亚星. 管理者过度自信、企业投资与企业绩效——基于我国A股上市公司的实证检验 [ J ]. 山西财经大学学报, 2013(1):116~124.
- [6] 姜付秀,张敏,陆正飞. 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.
- [7] 孔晨,陈艳. 风险偏好、过度自信与国有企业管理层职务舞弊倾向研究 [ J ]. 山西财经大学学报, 2016(2):77~87.
- [8] Malmendier U., Tate G., Yan J.. Overconfidence and Early-Life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies [ J ]. Journal of Finance, 2011(66):1687~1733.
- [9] Malmendier Ulrike, Geoffrey Tate. Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction [ J ]. Journal of Financial Economics, 2008(89):20~43.
- [10] Lin Y., Hu S., Chen M.. Managerial Optimism and Corporate Investment: Some Empirical Evi-

- dence from Taiwan [ J ]. Pacific-Basin Finance Journal, 2005(13): 523~546.
- [11] 张广宝, 施继坤. 并购频率与管理层私利——基于过度自信视角的经验分析 [ J ]. 山西财经大学学报, 2012(6): 101~109.
- [12] Shleifer R., W. Vishny. Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments [ J ]. Journal of Financial Economics, 1989(1): 123~139.
- [13] Moore D. A., Kim T. G.. Myopic Social Prediction and the Solo Comparison Effect [ J ]. Journal of Personality and Social Psychology, 2003 (85): 1121~1135.
- [14] 田祥宇, 阎逸夫. 高管过度自信、会计稳健性和投资效率——基于我国沪深A股上市公司的实证研究 [ J ]. 云南财经大学学报, 2017(1): 137~149.
- [15] Ho P. H., Huang C. W., Lin C. Y., et al.. CEO Overconfidence and Financial Crisis: Evidence from Bank Lending and Leverage [ J ]. Journal of Financial Economics, 2016(1): 194~209.
- [16] Biddle, Hilary, Verdi. How does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency? [ J ]. Journal of Accounting and Economics, 2009(2): 112~131.
- [17] Stein. Agency, Information and Corporate Investment [ J ]. Handbook of the Economics of Finance, 2003(1): 111~165.
- [18] Brammer, Millington. Corporate Reputation and Philanthropy: An Empirical Analysis [ J ]. Journal of Business Ethics, 2005(1): 29~44.
- [19] 陈钦源, 马黎璐, 伊志宏. 分析师跟踪与企业创新绩效——中国的逻辑 [ J ]. 南开管理评论, 2017(3): 15~27.
- [20] 张立民, 邢春玉, 李琰. 持续经营审计意见、管理层自信与投资效率 [ J ]. 审计研究, 2017(1): 52~58.
- [21] Jiraporn, Chintrakarn, Kim. Analyst Following, Staggered Boards, and Managerial Entrenchment [ J ]. Journal of Banking and Finance, 2012(11): 3091~3100.
- [22] Bhushan R.. Firm Characteristics and Analyst Following [ J ]. Journal of Accounting & Economics, 1989(2): 255~274.
- [23] Jensen M. C., Meckling W. H.. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure [ J ]. Journal of Financial Economics, 1976(4): 305~360.
- [24] Chang X., Dasgupta S., Hilary G.. Analyst Coverage and Financing Decisions [ J ]. Journal of Finance, 2006(6): 3009~3048.
- [25] Graham, Harvey, Rajgopal. The Economic Implications of Corporate Financial Reporting [ J ]. Journal of Accounting and Economics, 2005(1): 3~73.
- [26] 贾琬娇, 杨楠. 管理层过度自信与分析师预测偏差 [ J ]. 管理现代化, 2017(4): 44~47.
- [27] Terjesen S., Sealy R., Singh V.. Women Directors on Corporate Boards: A Review and Research Agenda [ J ]. Corporate Governance An International Review, 2009(3): 320~337.
- [28] Ibrahim N., Angelidis J., Tomic I. M.. Managers' Attitudes Toward Codes of Ethics: Are There Gender Differences? [ J ]. Journal of Business Ethics, 2009(3): 343~353.
- [29] 杜兴强, 赖少娟, 裴红梅. 女性高管总能抑制盈余管理吗?——基于中国资本市场的经验证据 [ J ]. 会计研究, 2017(1): 39~45.
- [30] 王克敏, 刘静, 李晓溪. 产业政策、政府支持与公司投资效率研究 [ J ]. 管理世界, 2017(3): 113~124.
- [31] 李春涛, 宋敏, 张璇. 分析师跟踪与企业盈余管理——来自中国上市公司的证据 [ J ]. 金融研究, 2014(7): 124~139.
- [32] 李琳, 张敦力. 分析师跟踪、股权结构与内部人交易收益 [ J ]. 会计研究, 2017(1): 53~60.
- [33] 胡元木, 谭有超. 非财务信息披露: 文献综述及未来展望 [ J ]. 会计研究, 2013(3): 20~26.
- [34] 魏群. 企业生命周期、债务异质性与非效率投资 [ J ]. 山西财经大学学报, 2018(1): 96~111.
- [35] 何捷, 张会丽, 陆正飞. 货币政策与集团企业负债模式研究 [ J ]. 管理世界, 2017(5): 158~169.
- [36] Yu F.. Analyst Coverage and Earnings Management [ J ]. Journal of Financial Economics, 2008(2): 245~271.

作者单位: 天津财经大学商学院, 天津 300222