

管理者信心与公司治理的有效性^{*}

——基于我国上市公司管理者变更的经验证据

文 芳

(厦门大学 工商管理博士后流动站,福建 厦门 361005)

摘 要:及时更换不称职的管理者是公司治理制度有效的重要标志。文章以 2006—2008 年沪深两市上市公司为研究对象,采用实证研究方法检验了公司治理参与主体的心理因素,管理者信心对其职位变更的影响。研究发现:管理者自信程度与因公司业绩欠佳导致的离职显著负相关,但在国有上市公司中,二者之间的关系并不显著;当公司所在地外部治理环境较差时,自信程度愈高的管理者愈可规避因业绩欠佳带来的离职风险。

关键词:管理者信心;离职;产权性质;外部治理

中图分类号:F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2011)01-0038-10

一、引 言

公司治理理论认为,当公司业绩偏离委托人期望值时,委托人会通过解雇和重新选用高管人员的方式对公司的战略决策进行调整,以改善公司业绩,减少股东损失。但学者们关于高管变更与公司绩效敏感性的研究结论并不一致,于是,人们进一步关注降低 CEO 变更业绩敏感性的公司治理机制特征(Warner 等,1988),希望通过公司治理机制的完善提高公司的治理效率,从而在公司绩效欠佳时能及时更换经营不善的管理者。^①

传统经济理论认为,管理者行为遵守期望效用最大化原则和贝叶斯学习法则,但行为经济学研究发现,人们的决策行为未必都是理性的。作为公司的主要决策者,管理者在权衡风险与收益时,其认知偏差会导致公司决策行为偏离股东价值最大化目标。大量文献从理论和实证角度研究了管理者信心对公司决策的影响(Roll,1986),研究发现,管理者过度自信是公司决策行为异化的重要原因之一。在公司职位变迁中人们发现,与理性经理人相比,过度自信的经理人被提升的可能性更大(Goel 和 Thakor,2008)。但传统公司治理机制设计并未关注参与者心理和行为因素对公司治理有效性的影响。

收稿日期:2010-09-03

基金项目:国家自然科学基金重点项目(70632001)

作者简介:文 芳(1971—),女,河南信阳人,厦门大学工商管理博士后流动站研究人员。

因此,本文以中国 A 股上市公司为样本对该问题予以研究。与传统公司治理效率研究中侧重于治理机制的完善与否不同,本文的研究意义在于,将参与者的心理和行为因素纳入公司高管变更的考察,从新的视角探索影响公司治理有效性的因素。

二、文献回顾

公司能否有效约束和惩戒不称职的管理者是公司治理制度是否有效的重要标志,如果公司治理机制是有效的,那么公司管理者因经营不善而被迫离职的可能性会更大。20 世纪 60 年代以来,关于管理者职位变更的研究形成了多种假设(Grusky,1969 等):管理能力假设,认为较差业绩直接与 CEO 的经营无能相关;替罪羊假设,认为被更换的经理只是替罪羊,更换 CEO 有助于改变内部和外部对公司形象的理解,恢复组织对未来前景的信心;恶性循环假设认为,新任经理人会打乱组织内部的行为模式和组织关系的非正式网络,增加了不稳定性和模糊性,甚至导致绩效下滑。可以看出,无论哪一种假设,其关注点都在管理者变更与公司绩效的关系上。国外大量的实证研究证明,CEO 变更与公司业绩负相关,也有不少研究认为,企业绩效与管理者变更之间不存在明显的相关性(Warner 等,1988 等)。对中国的研究结论更为复杂:Firth 等(2006)研究发现,股市业绩与管理者变更无显著关系,会计业绩对变更有显著负向作用;龚玉池(2001)等认为,高管更换的可能性与公司绩效显著负相关;而 Fan 等(2006)既发现劣质业绩与自愿和非自愿的 CEO 更换相关,也发现特别好的公司绩效与自愿的 CEO 更换相关,从而认为中国 CEO 更换有可能不是劣质绩效所致,绩效好的公司高管可能会自愿离开,跳槽到外企等有更好发展前景的地方。

因此,虽然大量的实证研究表明低劣的经营业绩可能会导致 CEO 更换,但结论却并不一致,CEO 更换对公司业绩的敏感性较弱。于是,近年来大量的研究关注阻碍 CEO 更换机制发挥作用、降低 CEO 变更业绩敏感性的公司治理机制特征,如外部控制权市场的影响、外部大股东的存在、董事会的作用等(Jensen 和 Murphy,1990 等)。

不难看出,无论是公司绩效,还是公司治理机制完善程度对管理者变更的影响均基于影响管理者变更的外在因素,但都没有考虑到管理者自身因素的作用。作为一个行为人,管理者个人特征及行为因素可能会对其职位变更产生不同的影响,或者说,管理者职位变更是外在因素和管理者自身因素共同作用的结果,而现代公司治理机制构建中却忽视了参与主体的心理和行为因素。

Langevoort(1998)等研究认为,公司治理制度失效并不是因为制度出了问题,而是制度下的人出了问题,人并非像传统理论假设的那样有理性。Hall(2000)认为,法律与制度设计的目的在于影响和规范行为,但如果对行为本身

缺乏了解,这一目标是难以实现的。在公司治理研究中,人的行为更多是指人的决策行为。传统公司治理基于“理性人”的偏好一致和效用最大化对人的行为进行阐释,但现实中,人的行为往往与以效用最大化为判断标准的选择相距甚远。受认知能力和心理特征的影响,人们经常根据常规或习俗进行主观决策(Tversky 和 Kahnman,1974)。Malmendier 等(2005)研究发现,管理者损害投资者的很多决策行为,并不是自利倾向,而是其心理和行为偏差所致。与常人相比,管理者更容易产生过度自信的心理偏差,并对其行为产生非理性的影响。但目前财务学研究领域关于管理者过度自信的文献主要集中在其对公司决策的影响方面,如激进的投融资政策、管理人员薪酬政策等。管理者的这种心理对公司治理有效性的影响并未引起人们的关注。关于管理者信心与其职位变迁的研究文献很少,Goel 等(2008)发现,与理性经理人相比,过度自信的经理人被提升的可能性更大,但其未论及当公司绩效下降时,该因素是否会影影响其职位变更、是否会弱化公司治理的有效性。

三、分析与假说

如前所述,过度自信的经理人在公司中被提升的可能性更大。本文认为,原因在于管理者自信程度愈高,愈容易在公司中树立威信,也愈容易获取董事会的忠诚和遵从。在公司治理实践中,人不仅仅受自利因素驱动,还会受到心理偏好和社会因素的影响。Morck(2007)指出,董事会对 CEO 的信任和盲从是导致 CEO 过度自信的重要原因。董事会成员对管理者的信任和遵从,一方面使其不能有效阻止经理人偏离公司价值最大化的决策,另一方面当公司绩效欠佳时,也难以及时有效地实现管理者的变更,从而弱化了公司治理的有效性。因此,本文提出如下基本假说:管理者过度自信会弱化公司治理的有效性,表现为其因公司业绩欠佳而被迫离职的可能性更小。

影响管理者变更的因素是多方面的,在我国不同产权性质的企业中,对管理者任免遵循的规则也不尽相同。我国国有企业公司制改革以后,党的组织部门和政府的人事部门仍然对高层管理人员的任免具有决定性影响。管理者职位变迁更多来自行政部门的安排,或是任职期满的换岗离任,或是在公司经营业绩较好时获得行政职务的升迁,这些都使管理者个人特征与因公司绩效欠佳导致的变更之间敏感性降低。相比之下,非国有上市公司中,管理者的经营和职位的变更更为市场化,这意味着经营较好的管理者会获得留任,业绩欠佳的管理者会被更换。在这种情况下,自信程度愈高的管理者,愈容易在公司中树立自己的权威形象,也愈容易获得董事会的遵从和支持,在公司业绩欠佳时也愈有可能获得董事会的原谅。据此,本文提出假说 1。

假说 1:在其他条件相同的情况下,与国有上市公司相比,在非国有上市公司中,自信程度高的管理者更不易因业绩欠佳而被替换。

目前公司治理的研究一般认为,当内部治理机制失去有效调整能力时,外部治理机制的有效制衡可以使其回到最优化的轨道。外部治理机制的主要制衡手段有市场化的压力和法制环境的约束。我国市场化经济转轨进程在1978年就已开始,但市场化进程在全国各地是不平衡的。在东部沿海省份,市场化已经取得了决定性的进展,而在另外一些省份,经济中非市场因素还占有重要地位。这种地区经济市场化程度的不同给企业经营带来了不同的外部环境。在市场化程度较高的区域,市场中介组织和法律制度更为完善,这给企业产品市场的理性竞争和经理人市场的发展提供了较好的外部环境,促使公司在更理性的机制上运作以求在市场竞争中生存与发展,管理者更可能因公司绩效欠佳而被更换。相反,在制度环境较差的地区,由于产品和信用市场不发达,支持市场发展的制度欠缺,当公司内部治理机制缺乏效率时,由于缺乏外部治理机制的有效制衡,管理者的个人特征更可能在其职位变更中发挥作用。为此,本文提出假说2。

假说2:在其他条件相同的情况下,外部治理机制较不完善的地区,自信程度高的管理者更不易因业绩欠佳而被替换。

四、实证研究设计

(一) 数据来源

本文以2006—2008年在沪深两市证券交易所上市,且总资产收益率的增长率为负的公司为样本,同时剔除以下公司:(1)金融类公司;(2)未在第三季度进行本年度盈利预测并准确报告盈利预测变动百分比的公司;(3)公司治理数据、财务数据和总经理个人信息不完整的公司,最后取得397个样本观测值。公司的盈利预测和财务数据来自Wind资讯;管理者变更与公司治理变量来自CSMAR数据库;管理者年龄、学历和任职时间信息通过手工收集得到;样本期间公司所在地外部治理环境完善程度数据采用樊纲等(2010)编制的中国各地区的市场化指数体系。^②

(二) 研究变量的定义

1. 公司治理的有效性。如前所述,不称职的经理人滞留在公司是最严重的代理问题。有效的公司治理机制应能及时对业绩不佳公司的管理者做出惩罚。因此,本文以公司绩效欠佳时管理者的变更来度量公司治理的有效性。根据本文的数据统计,在样本年度上市公司年报中披露管理者变更的原因达十一种之多,大体可以归类为正常变更和业绩欠佳导致的变更(见表1),本文关注的是管理者是否会因业绩欠佳而被迫离职,排除了正常离职的情况(沈艺峰等,2009)。

2. 管理者信心。在现有的研究文献中,关于管理者信心的度量主要有以下几种方式(Malmendier和Tate,2005等):(1)以长期持有公司期权以及增

表1 样本公司在年报中披露管理者变更的原因

变更类型	变更原因	2006年	2007年	2008年	合计
正常变更	退休	2	2	0	4
	股权变动	1	0	0	1
	死亡、健康	2	1	3	6
	其他个人原因	6	3	1	10
	两职合一	1	0	0	1
	结束代理	0	0	2	2
	小计	12	6	6	24
业绩欠佳	工作原因	12	12	42	66
	换届选举	5	4	4	13
	辞职	9	16	29	54
	免职	1	0	0	1
	未说明	3	2	3	8
	小计	30	34	78	142
合计		42	40	84	166

持公司股票等行为来衡量；(2)以媒体等外部人对管理者的评价来衡量；(3)以盈利预测来度量；(4)采用直接的方式，调查 CFO 对未来股市和公司的预测，对统计结果进行分析计算得出；(5)用并购频率度量；(6)其他指标，如首次并购成功等。从数据的可获得性和我国证券市场的特殊情况出发，本文选择公司盈利预测偏误作为衡量管理者过度自信的指标。根据深交所和上交所的规定，从 2002 年开始，上市公司被要求在业绩可能出现大幅波动时，于第三季度做出预告，由于会计年度尚未完结，这时的预告能体现管理者的预测，从而反映出管理者对该年公司业绩的信心。本文采用公司盈余预测偏误率的连续变量作为管理者自信程度的衡量指标。^③

3. 控制变量(controrl)。本文对其他可能对管理者变更产生影响的因素予以控制；(1)管理者政治联系变量，管理者的政治联系可以给公司带来额外的资源，如融资便利、行业准入等，这会增强公司经营对管理者的依赖性，影响公司对管理者变更的决策；(2)影响管理者变更的内外部公司治理因素，包括控股股东类型、股权集中度、董事长和总经理是否两职合一、公司所在地外部治理环境；(3)管理者个人特征，包括年龄、教育水平和任期；(4)公司其他特征，包括公司规模、负债比例、行业虚拟变量和年度虚拟变量。各变量取值见表 2。

表2 变量定义

变量名称	变量代码	变量取值方法及说明
公司治理的有效性	Turn	在样本期内管理者变更取值为 1, 否则取值为 0
管理者自信程度	Confid	$(\text{预测年度净利润增长率} - \text{实际年度净利润增长率}) / \text{实际年度净利润增长率} $
管理者政治背景	Polit	管理者具有政府、人大代表或政协委员工作经历的取值为 1, 否则取值为 0。
总经理与董事长兼任	Dual	总经理与董事长兼任或取值为 1, 否则取值为 0
管理者年龄	Mage	取值为管理者在样本期的实际年龄

续表 2 变量定义

变量名称	变量代码	变量取值方法及说明
管理者学历	Medu	按照博士、硕士、本科、专科、专科以下分别赋值为 5、4、3、2、1
管理者任职年限	Mterm	取值为管理者进入管理层到样本期为止的年限
控股股东类型	State	国有控股股东取值为 1, 否则取值为 0
股权集中度	Pfsh	第一大股东持股比例
外部治理环境	Market	取值为樊纲等(2007)编制的中国各地的市场化指数
公司负债	Lev	公司负债总额/公司总资产
公司规模	Size	公司总资产的自然对数
行业虚拟变量	Ind	公司处于该行业时取值为 1, 否则取值为 0
年度虚拟变量	Year	公司处于该年度时取值为 1, 否则取值为 0

(三)描述性统计

样本数据的描述性统计结果如表 3 所示。从中可见,管理者变更变量的均值为 0.32,说明当公司业绩欠佳时管理者变更尚不足一半,这在一定程度上说明当前的公司治理机制并没有有效发挥对管理者应有的监督和约束作用。从管理者个人特征来看,其平均年龄为 46.19 岁,说明管理者中中年者偏多。管理者学历平均达到大学以上,从某种意义上讲,学历可以传递一种受教育者素质的信号,说明中国上市公司管理者的素质还是比较乐观的。管理者的任职期限普遍不长,平均为 3.44 年。这些特征在公司业绩欠佳时对管理者变更的影响需在实证部分进一步检验。

表 3 主要变量描述性统计

变量	均值	中位数	最大值	最小值	标准差	样本量
Turn	0.32	0.00	1.00	0.00	0.46	397
Confid	-8.70	-2.23	43.28	-37.84	5.01	397
Polit	0.28	0.00	1.00	0.00	0.45	397
Market	8.21	8.62	10.41	3.84	1.81	397
State	0.46	0.00	1.00	0.00	0.49	397
Dual	0.20	0.00	1.00	0.00	0.39	397
Pfsh	0.35	0.33	0.78	0.06	0.14	397
Mage	46.19	45.00	65.00	28.00	6.52	397
Medu	3.34	3.00	5.00	1.00	0.85	397
Mterm	3.44	3.00	16.00	1.00	2.24	397
Size	11.88	11.18	16.57	3.10	1.30	397
Lev	1.30	4.89	82.55	0.02	7.73	397

五、实证结果与分析

(一)管理者信心与公司治理有效性

本文构建如下 Logistic 回归方程对基本假说进行检验:

$$\Pr(\text{Turn} = 1) = \alpha + \beta_1 \text{Confid} + \sum_{n=2}^{23} \beta_n \text{Control}_n + \epsilon$$

根据基本假说,本文预期 $\beta_1 < 0$ 。

Logistic 回归结果如表 4 所示。模型(1)是管理者信心对其职位变更影响的单变量回归结果, $\beta_1 < 0$,二者在 5%的水平上显著负相关。在模型(2)中加入控制变量,结果发现,管理者自信程度与其职务变更在 1%的水平上显著负相关,说明自信程度高的管理者在公司业绩欠佳时更不易被更换,基本假说得到了验证。其他变量中,管理者的政治联系与其职位变更之间显著负相关,说明政治联系在一定程度上对管理者职位具有保护作用,弱化了公司治理的有效性。管理者的任期与其变更显著正相关,这与 Gibbons 和 Murphy (1992)的研究结论较为一致。他们认为,CEO 任职初期,董事会对其能力知之甚少,随着时间的推移,对劣等绩效的宽容程度会降低,绩效对强制更换可能性的影响会随任期的增长而增加。

表 4 管理者信心与公司治理有效性的 Logistic 回归结果

变量	全样本组		按产权性质分组		按外部治理环境分组	
	(1)	(2)	(3)State-1	(4)State-0	(5)Market-h	(6)Market-l
Constant	-0.757*** (-6.98)	0.425 (0.21)	2.833 (0.91)	-2.739 (-0.80)	1.287 (0.37)	-3.134 (-0.98)
Confid	-0.066** (-2.33)	-0.097*** (-3.03)	-0.115 (-1.52)	-0.096*** (-2.75)	-0.102 (-1.02)	-0.094** (-2.51)
Polit		-0.569** (-1.97)	-0.514 (-1.14)	-0.795* (-1.81)	-1.204** (-2.42)	-0.168 (-0.39)
Market		-0.045 (-0.70)	-0.101 (-0.99)	0.002 (0.02)		
State		0.175 (0.64)			-0.105 (-0.22)	0.791** (1.98)
Dual		-0.115 (-0.36)	-1.119 (-1.49)	0.078 (0.20)	-0.754 (-1.40)	0.524 (1.09)
Pfsh		0.725 (0.85)	-0.620 (-0.44)	0.875 (0.70)	0.089 (0.06)	1.286 (1.00)
Mage		0.003 (0.15)	0.023 (0.63)	0.008 (0.28)	-0.016 (-0.46)	0.031 (1.04)
Medu		0.023 (0.16)	-0.035 (-0.14)	0.171 (0.77)	0.008 (0.04)	-0.067 (-0.28)
Mterm		0.144*** (2.64)	0.231** (2.46)	0.067 (0.76)	0.164* (1.92)	0.053 (0.60)
Size		-0.208* (-1.69)	-0.288* (-1.65)	-0.110 (-0.50)	-0.258 (-1.30)	-0.059 (-0.29)
Lev		-0.030 (-1.49)	0.006 (0.01)	-0.022 (-0.83)	1.194* (1.87)	-0.763 (-1.34)
Year, Ind		控制	控制	控制	控制	控制
LR χ^2	7.47	53.40	36.25	33.20	36.00	48.48
Prob> χ^2	0.015	0.007	0.109	0.190	0.115	0.009
N	397	397	184	213	197	200

注:表中被解释变量为 Turn,括号中为 Z 值,***、**、* 分别表示显著性水平为 0.01、0.05、0.10。

(二)子样本组回归分析

1. 不同产权性质下管理者信心对公司治理有效性的影响。考虑到我国上市公司特殊的股权类型,本文以公司实际控制人为依据,将样本分为国有组和非国有组,分别考察管理者信心对其变更的影响。检验结果如表 4 所示。虽然在两组中管理者自信程度都与其因业绩欠佳导致的变更负相关,但在非国有组中(模型 4),二者之间在 1%的水平上显著,而在国有组中(模型 3)却不显著,这说明管理者信心在非国有上市公司的高管变更中发挥着更显著的作用。本文认为,在国有企业管理者任免存在行政因素影响的情况下,管理者变更与公司绩效间的敏感性降低,管理者个人特征作用甚微。在非国有组中,管理者的政治联系与其因业绩欠佳导致的变更显著负相关,这说明政治关系在一定程度上对管理者职位提供了有效保护;在国有组中,管理者的政治联系与职位变更的负相关并不显著,这与国有上市公司具有先天的政治背景有着必然的关系。

2. 不同外部治理环境对管理者信心与公司治理有效性的影响。本文以全国市场化指数的中位数为依据,将样本分为高市场化组和低市场化组,分别检验公司处于不同的治理环境时,管理者信心是否会影响公司治理的有效性。检验结果如表 4 所示。在两组子样本中,管理者的自信程度都与其因业绩欠佳导致的变更负相关,但在低市场化组中(模型 6),二者在 5%的水平上显著,而在高市场化组中(模型 5),二者的负相关并不显著。本文认为,市场化进程意味着公司外部治理环境更完善,从而可以在公司内部治理有效性发生偏误时形成一定程度的矫正。在这种环境下,公司业绩的好坏在管理者职位变更中发挥着更重要的作用。相反,市场化程度较低的地区,公司来自外部治理环境的压力较小,自信程度高的管理者更易凭借“个人魅力”取信于董事会,管理者的自信可以成为其职位的有效屏障。

(三)稳健性分析

为了检验前文研究结论的稳健性,本文采用以下方法进一步研究:(1)考虑到面板数据结合了截面数据和时间序列数据的特点,带来了更大的自由度,可减少缺省数据带来的问题,更好地揭示经济变量之间的关系,本文采用面板数据进行检验。通过豪斯曼(Hausman)检验结果,选择随机效应回归。随机效应检验结果显示,管理者信心对公司治理有效性的影响,以及在不同产权性质、不同外部治理环境下,研究结论都与前文一致。(2)考虑到被解释变量为虚拟变量,虚拟变量在各子样本组分布不均则会影响前面 Logistic 回归的结果,本文进一步采用泊松(Poisson)回归进行检验,研究结论与前文一致。^①

六、研究结论与启示

传统公司治理机制的实施效果难以达到预期效果,本文认为原因在于公

公司治理机制设计中忽视了参与者的心理和行为因素。文章实证检验了管理者信心对公司治理有效性的影响。研究发现,公司业绩欠佳时,自信程度高的管理者更不易被更换。与国有上市公司相比,非国有上市公司管理者过度自信与其因业绩欠佳导致的离职呈更显著的负相关关系,公司所在地外部治理环境较差时,管理者的自信更可能使其规避业绩欠佳带来的离职风险。

因此,管理者自信程度在一定程度上为其职位提供了保护,这说明参与者的心理和行为是公司治理机制构建中不容忽视的重要因素。将公司治理机制建立在更现实的基础上,在制度建设、公司决策监督和控制中加强对参与者非理性行为的研究,有利于提高公司治理的有效性。由于人的心理是难以观测的,本文认为从行为理论出发,考虑参与者的非理性因素,建立基于参与者行为特征的公司治理机制,可以为当前理性假设前提下,公司治理机制不断完善与公司治理丑闻频发的现实矛盾寻找解决方案。

* 感谢匿名审稿人的建设性意见,使得本文更加充实,当然文责自负。

注释:

- ① 本文的管理者指公司的 CEO、总裁或总经理。
- ② 由于 2008 年市场化指数体系尚未披露,考虑到制度建设、外部治理环境的变化是一个渐进的过程,各地区之间的变化相对稳定,2008 年市场化指数以 2007 年替代。
- ③ 与以往研究中人为划定标准将管理者区分为是否过度自信不同,本文用连续变量来刻画管理者的自信程度。
- ④ 限于篇幅,稳健性检验结果未列出,若有需要作者可以提供。

参考文献:

- [1] 樊纲,王小鲁,朱恒鹏.中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2009 年报告[M].北京:经济科学出版社,2010.
- [2] 龚玉池.公司绩效与高层更换[J].经济研究,2001,(10):75—83.
- [3] 沈艺峰,陈舒予.董事会过度自信:CEO 变更与公司经营业绩关系的实证研究[J].管理学报,2009,(10):1340—1347.
- [4] Fan D K, Lan C M, Young M. Is China's corporate governance beginning to come of age? The case of CEO turnover[J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2007,(2):105—120.
- [5] Gibbons R, Murphy K. Optimal incentive contracts in the presence of career concern: Theory and evidence[J]. Journal of Political Economy, 1992,100:468—505.
- [6] Goel A M, Thakor A V. Overconfidence, CEO selection, and corporate governance[J]. The Journal of Finance, 2008,(6):2737—2784.
- [7] Grusky O. Managerial succession and organizational effectiveness[J]. American Journal of Sociology, 1963,(1):21—31.
- [8] Hall K. Looking beneath the surface: The impact of psychology on corporate decision making[R]. SSRN Working Paper, 2000.
- [9] Heaton J B. Managerial optimism and corporate finance[J]. Financial Management, 2002,31:3—45.
- [10] Hermalin B, Weisbach M. Endogenously chosen boards of directors and their monito-

- ring of the CEO[J]. *American Economics Review*, 1998, 88: 96—118.
- [11] Jensen M C, Murphy K J. Performance pay and top-management incentives[J]. *Journal of Political Economy*, 1990, 98: 225—264.
- [12] Langervoort D. Organized illusions: A behavioral theory of why corporations mislead stock market investors[J]. *University of Pennsylvania' Law Review*, 1998, 146: 101—172.
- [13] Malmendier U, Tate G. CEO overconfidence and corporate investment[J]. *The Journal of Finance*, 2005, (6): 2661—2700.
- [14] Morck. Behavioral finance in corporate governance-independent directors and non-executive chairs[R]. SSRN Working Paper, 2007.
- [15] Roll R. The hubris hypothesis of corporate takeover[J]. *Journal of Business*, 1986, 59: 197—216.
- [16] Tversky A, Kahnman D. Judgment under uncertainty: Heuristics and biases[J]. *Science*, 1974, 185: 1124—1131.
- [17] Warner J B, Watts R L, Wruck K H. Stock prices and top management changes[J]. *Journal of Financial Economics*, 1988, 20: 461—492.

Managerial Confidence and the Effectiveness of Corporate Governance: Evidence from Manager Turnover in China's Listed Companies

WEN Fang

*(Postdoctoral Research Station of Business and Management,
Xiamen University, Xiamen 361005, China)*

Abstract: The timely replacement of incompetent managers is an important indicator of the effectiveness of corporate governance. This paper examines the relationship between managerial confidence and manager turnover in listed companies based on the listed companies in SSE and SZSE from 2006 to 2008. The results show that: a) the degree of managerial confidence is significantly related to manager turnover caused by poor corporate performance; b) in state-owned listed companies, there is no significant relationship between managerial confidence and manager turnover; c) with the low level of the perfection of external governance environment, managers with higher confidence will be more apt to avert the demission risk caused by poor corporate performance.

Key words: managerial confidence; demission; nature of property right; external governance

(责任编辑 金 澜)