

管理者过度自信对企业投资行为的影响研究

THE INFLUENCE OF MANAGER'S OVERCONFIDENCE PERSONALITY ON THE CORPORATE INVESTMENT BEHAVIOR

阎强¹ 吕海军²

Qiang Yan¹ and Haijun Lu²

^{1,2}正大管理学院中国研究生院

^{1,2}Chinese Graduate School, Panyapiwat Institute of Management

摘要

以MM理论为基础的传统投资理论，是以一系列理性假说为前提的。然而随着行为财务理论的兴起和传播，越来越多的研究表明，传统投资理论存在着很大的局限性。因此，本文在行为财务理论相关研究基础上，构建了一个利用过度自信假设解释企业投资问题的模型，通过此模型，本文深入分析了管理者过度自信影响企业投资行为的作用机理，并回顾了相关研究文献，深度探究管理者过度自信与企业投资效率的潜在联系，为以后公司治理提供参考性建议。

关键词: 管理者过度自信，企业投资行为，模型，公司治理

INSTITUTE OF MANAGEMENT

Abstract

The traditional investment theory based on the MM theory is based on a series of rational hypothesis. However, with the rise and spread of behavioral financial theory, more and more research shows that the traditional investment theory has a lot of limitations. Therefore, based on relevant research of the behavioral finance theory, this paper constructed the potential link between a use overconfidence hypothesis to explain corporate investment model. Through this model, this paper makes a thorough analysis of the management mechanism of overconfidence on corporate investment behavior, and summarizes the relevant research literature. The paper delves deeper the potential linkages between managers overconfidence and corporate investment efficiency, and provides reference suggestions for corporate governance in the future.

Keywords: Manager overconfidence, Corporate investment behavior, Model, Corporate governance

Corresponding Author

E-mail: wacs1998@sina.com

引言

从宏观层面来看，投资是推动经济发展的三大马车之一，决定一国经济持续健康发展的主要因素，而企业投资关系着国家宏观政策制定以及实施，对国家宏观经济运行起着重要作用；从微观主体来看，企业投资是企业为了实现利益最大化把资源进行配置的过程，决定着企业的竞争力、盈利能力，是企业进行扩大再生产的基础。而关于企业投资行为的研究大都是基于传统金融理论开展，从 Modigliani & Miller (1958) 提出经典的MM理论开始，到随后的代理理论 (Jensen & Meckling, 1976)、信号理论等一系列理论的提出，这些理论解释了企业投资行为异化以及其导致的现金流敏感问题，提高了对金融决策的合理水平。然而传统金融理论自始至终遵循着企业管理者都是理性的、自私的假说前提，没有考虑经济主体的心理因素对企业投资的影响。为此，近些年关于企业投资理论发展的一个重要方向就是放松传统理论中的前提假设，从行为金融理论角度分析企业投资相关问题。

行为金融突破了传统金融理论市场完全有效的假设，以更能逼真反映资本市场活动的事实解释了许多“异常”现象，吸引更多学者深入研究，并取得了突飞猛进的进展。而近几年，管理者非完全理性对企业投资决策造成的影响日益受到学者们的重视，公司行为金融得到了长足的发展。管理者非理性特征主要包括过度自信、从众行为、后悔厌恶等等，而在这些非理性特征中最突出、最稳固、最核心的就是过度自信 (De bondt & Thaler, 1995)。因此，本文以管理者过度自信为研究视角，从行为金融学的理论出发，检验管理者过度自信对企业投资的影响。

本文研究的意义在于：第一，传统金融理论研究的是管理者理性条件下的投资决策，本文研究放松了传统主流研究理性假设前提，从管理者非理性视角分析企业投资行为，使研究更贴近于现实。这不仅丰富和完善了企业投资理论，也有助于真实了解个体决策、心理特征与企业投资之间的内在联系。第二，大部分研究得出的结论都是管理者过度自信会导致企业投资的非效率，然而本文发现，过度自信的管理者会强化自己的认知，促使其增加本来投资较少的项目，这也说明管理者过度自信并不完全会对企业带来负面影响 (姜付秀，张敏，陆正飞，陈才东，2009)。因此，本研究有助于更深层次理解管理者过度自信影响企业投资决策的作用机理。

后文的结构安排如下：第二部分是理论模型研究；第三部分是管理者过度自信影响企业投资的作用机理分析；第四部分是管理者过度自信影响企业投资的经验证据；第五部分是结语。

1. 理论模型

企业管理者是企业经营过程中各种决策的最终确定人，根据企业特性，企业经营要在投资、融资、并购等方面进行严谨的决策，而这种决策的制定又是对未来不确定因素的评估，这也是为什么会造成管理者过度投资的本质原因。目前，学者们对管理者过度自信的认识是对理性假说的拓展，从管理者的非理性视角，学者们从全新的角度诠释了资本市场中资源配置扭曲现象 (Heaton, 2002)。在梳理文献的过程中，本研究发现虽然管理者过度自信对企业投资决策有很大影响，但是相关经验研究并不充足。

1.1 模型假设

为了更清晰了解管理者过度自信与企业投资行为的关系，本研究建立一个简单的模型进行分析。延续前者的主体思路，为了更好的考察管理者过度自信对企业投资决策的影响，避免其他因素的干扰，本文在研究前重新进行了范围界定，具体做出以下假设：

(1) 资本市场是有效的。在这种情况下，证券价格能够完全反映市场中所有信息，其价格就是证券的内在价值反映。企业在有效市场下，不会扭曲企业的内在价值，但是当管理者对企业的内在价值的评估具有多种意见时，这就说明管理者心理状态不同或者认知存在偏差。

(2) 企业管理者分为理性和非理性两种类型，其中非理性主要表现为过度投资。过度自信的管理者往往会高估自己的能力，对所得到的信息过度信任，从而做出错误判断；过度自信的管理者高估项目的收益，或者低估项目的风险。

(3) 忽略代理问题，假定管理者以股东价值最大化为主要目标。因为代理冲突的存在，企业的代理人管理者和委托人股东利益不对称，使管理者的目标——股东价值最大化不能够实现。为了更好的观察管理者过度自信对企业投资决策的影响，本文中对委托代理不予考虑，认为管理者和股东的利益一致。

(4) 企业管理者拥有企业绝对的决策权。本文考察管理者过度自信对企业投资的影响，如果管理者在企业决策中不能起到决策作用，即使管理者过度自信程度加深，也没有研究必要。因此，本文假设公司约束机制对企业管理者并不能有效地约束管理者，管理者对企业的投资决策具有绝对的话语权。

总之，这些假设的设定，都是为了使结论更加的准确、更加严谨。

1.2 管理者过度自信对企业投资影响的模型分析

假设管理者对企业某项目的未来价值过于乐观，并决定立刻对此项目进行投资，投资收益为 $f(K)$ ， $f(K)$ 是递增且凹函数，即 $f'(K) > 0$, $f''(K) < 0$, & 为企业管理者过度自信变量，则管理者对所投资项目的预期收益为 $(1+\alpha) f(K)$ 。但是，企业进行投资时，如果自有资金不能满足企业投资需要，需要依靠外部融资，就会产生融资成本，这部分成本需要从企业投资收益中减去。如果企业自有资金为 Q ，项目投资需要资金为 K ，且 $Q < K$ ，那么需要从外部融资 $(K-Q)$ ，这些资金的成本为 $C(K-Q, \alpha)$ ，且 $C' > 0$, $C'' > 0$ ，外部融资成本是外部融资额和管理者过度自信程度的函数，外部融资成本越高代表管理者过度自信程度越高。

然而，管理者过度自信的表现形式不仅仅是高估投资收益，也会低估风险。其实投资收益和风险一起评估投资收益。投资收益的比较是对项目未来现金流的现值，而现值的计算需要折现率进行折现，假设市场折现率为 m ，管理者可能会低估项目风险，对折现率的评价为 g ，即 $m > g$ 。综上，管理者过度自信对于其目标函数的影响是高估投资收益，低估风险。

假设，过度自信的管理者的目标函数为：

$$\text{MaxMR} = (1+\alpha) f(K) / (1+g) - K - C(K-Q, \alpha) \quad (1)$$

其中，当企业内部资金充足时， $C=0$ ；当企业内部资金不足时， $C>0$ 。因为 C 变量包

含着的管理者过度自信因素，对目标函数的分析全部要考虑在内。由于资金充足和资金不足只是成本C的取值为零或非零，具体的分析逻辑都是一样的，因此，本研究重点分析当企业资金不足，需要考虑成本的情况。

为此，本文从自由现金流和收益风险两个角度，利用模型推导，检验管理者过度自信对企业投资的影响。从现金流角度考虑是为了针对融资成本的高低，反映管理者过度自信程度。对于管理者过度自信造成的收益以及成本偏差，本研究需要分析以下几种情况：

1. 高估收益

管理者高估企业项目收益时，会形成自己的投资估计模型：

$$\text{MaxMR} = (1+\&) f(K) / (1+m) - K - C(K-Q, \&) \quad (2)$$

对 (1) 求导可得一阶条件：

$$f'(K) = (1+C') (1+m) / (1+\&) \quad (3)$$

理性的管理者对项目收益的预测

可以定义为 $\&=0$ ，其最大化的目标函数：

$$\text{MaxMR} = f(K_0) / (1+m) - K - C(K_0 - Q)$$

$$f'(K_0) = 1+m$$

通过模型 (2)，可以发现，当外部融资的边际成本 $C' < \&$ 时， $f'(K) < f'(K_0)$ ， K_0 是使收益最大化的理想投资。因为 $f'(K) > 0$ ，则 $K > K_0$ ，表示相比理性的管理者，过度自信的管理者为了达到同等的收益额，其需要投资更多的资金，造成企业过度投资。但是如果外部融资的成本更多，达到边际成本大于管理者过度自信变量时，即 $C' > \&$ ，过度自信的管理者又会造成投资不足。

另外，对 (2) 继续进行二阶求导：

$$dK/dQ = (1+g) C_{11} (K-Q, \&)' / [(1+g) C_{11} (K-Q, \&)' - (1+\&) f_{11}(K)']$$

$$dK/d\& = [f_1(K) - (1+g) C_{12} (K-Q, \&)' / [(1+g) C_{11} (K-Q, \&)' - (1+\&) f_{11}(K)']]$$

其中， $dK/dQ > 0$ ，表示过度自信的管理者做出的投资决策和企业内部资金的敏感度很高，当企业内部资金不能满足项目投资需要时，过度自信的管理者对外部融资比较反感，即使净现值为正的项目，管理者也会抵制，从而造成项目投资资金不足，带来投资不足。

2. 低估风险

过度自信的管理者会过度相信自己的判断，而其判断又往往会低估项目的风险。低估的风险就是对折现率的高估，从而使未来现金流的现值评估过高。

这时，过度自信的管理者目标函数为：

$$\text{MaxMR} = f(K) / (1+g) - K - C(K-Q, \&) \quad (4)$$

其中， $g=m(1-\&)$

对 (1) 求导可得一阶条件：

$$f'(K) = (1+C') (1+g)$$

理性的管理者对项目收益的预测，其最大化的目标函数：

$$\text{MaxMR} = f(K_0) / (1+g) - K - C(K-Q)$$

$$f'(K_0) = 1+g$$

当 $C' = m\& / [1+m(1-\&)]$ ， $f'(K) = f'(K_0)$ ，理性投资和过度自信投资的投资水平是一样的。

$$\text{当} C' < m\& / [1+m(1-\&)] \text{，} f'(K)$$

$f(K_0) < 1$, 企業投資的邊際價值小於1, 企業將過度投資。

當 $C' > m & / [1 + m (1 - \alpha)]$, $(K) > f(K_0)$, 企業投資小於理性投資水準, 企業將投資不足。

3. 高估收益, 同時低估風險

管理者高估企業項目收益時, 會形成自己的投資估計模型:

$$\text{MaxMR} = (1 + \alpha) f(K) / (1 + g) - K - C(K - Q), \quad (5)$$

對 (1) 求導可得一階條件:

$$f'(K) = (1 + C') (1 + g) / (1 + \alpha)$$

理性的管理者對項目收益的預測, 其最大化的目标函数:

$$\text{MaxMR} = f(K_0) / (1 + g) - K - C(K - Q)$$

$$f'(K_0) = 1 + g$$

當 $C' = (1 + 2g) \alpha / [1 + m (1 - \alpha)]$, $f'(K) = f'(K_0)$, 理性投資和過度自信投資的投資水準是一樣的。

當 $C' < (1 + 2g) \alpha / [1 + m (1 - \alpha)]$, $f'(K) < f'(K_0) < 1$, 企業投資的邊際價值小於1, 企業將過度投資。

當 $C' > (1 + 2g) \alpha / [1 + m (1 - \alpha)]$, $(K) > f(K_0)$, 企業投資小於理性投資水準, 企業將投資不足。

1.3 結論

本章節, 本研究建立了一個簡單模型分析管理者過度自信與企業投資的關係。本研究從收益和風險兩個角度來度量管理者過度自信, 管理者過度自信會高估決策項目的收益, 也會低估從事項目的風險程度, 本研究以此分為三種情況, 只考慮風險、只考慮收益和同時考慮風險和收益。在各種情況

下, 通過與理性管理者相比, 過度自信的管理者會偏向於導致非效率投資。

2. 管理者過度自信影響企業投資行為的理論分析

企業投資是企業價值增長的主要來源, 通過把企業資源主要以資金的形式進行投放而獲得預期收益。管理者進行投資決策使企業的投資變化, 從而實現企業價值的提升。從行為金融角度來看, 管理者過度自信在堅信自己控制企業能力的同時, 對不确定事件的發生概率也會給予過高的評價。管理者過度自信影響企業投資可以通過收益與風險體現, 也可以通過融資所獲現金流體現, 兩者研究途徑和視角不同, 但結果是一樣的。

1. 收益和風險

管理者過度自信會影響企業收益和風險的估計。過度自信的管理者在進行投資決策時, 按照投資準則只選擇淨現值為正的投資項目。在選擇投資項目之前, 企業會預測項目未來的淨現金流量, 并確定適當的折現率來計算現值。通過對現值和項目現在內部價值大小的比較, 確定項目的可投性。因此, 只要能夠準確預計到所要投資項目的未來淨現金流量。然而, 在現實資本市場, 投資項目的現金流量並不能簡單地得到。例如, 對企業未來收入的測算, 可能需要銷售量、原材料價格等, 這些都是未來發生後才能確定, 充滿了不確定性。因此, 通過準確的計算未來現金流量來評價企業項目的可行性似乎是不能夠實現。因此, 在實際決策過程中, 對投資項目的淨現值的預測需要企業管理者自身能力以及對各種環境的反映。當管理者過度自信時, 由於管理者對自身和周圍環境認知存在偏差, 過高的估計自身對企

业的控制能力，对未来充满自信，相信项目未来能够带来更高的收益，而这个收益与实际值存在着偏差。

同时，管理者过度自信还会低估所要投资的项目的风险程度。在资本市场中，风险与收益存在着相反的关系，高风险就会获得高收益，低风险就会获得低收益。项目的投资性取决于未来预期的现金流和折现率，而投资项目的未来的风险程度和折现率存在着紧密的联系，风险程度越高则折现率就越高，投资项目的现值就越小；反之，风险程度越低则折现率越低，投资项目的现值就越大。在以往的测算过程中，项目的风险往往以企业资本成本计算，当企业为投资项目进行融资时，如果企业的风险和投资项目风险相同时，那么企业往往以资本成本作为折现率；但是当项目的风险高于企业整体风险时，投资项目的现值就会降低，折现率高于资本成本，如果仍旧以资本成本测算投资项目的现值，就会产生错误偏差。由于过度自信的管理者任职的偏差，同样会对项目的风险进行错误评估，对自己过分的信任，会对风险和回报产生积极的预测，从而投资项目 的净现值被错误的夸大，产生投资扩张动机。

2. 自由现金流

管理者通过未来现金流和折现率来测算投资项目的净现值，从而决定企业的投资水平。但是企业投资的决定还要考虑企业是

否存在充裕的现金流。过度自认者认为企业的价值在股票市场被低估，如果发行股票进行融资将负担较高的融资成本，因此，企业更乐意从内部进行融资。如果企业存在着充足的现金流就不会受外部融资的影响，但是当企业内部资金不足时，企业管理者拒绝从外部以高的融资成本进行融资，就不得不放弃一些净现值为正的投资项目。另外，由于当企业风险和投资项目风险相同时，折现率和资本成本相同。资本成本一般会通过融资成本来度量，如果企业存在足够多的自由现金时，过度自信的管理者会低估企业的融资成本，从而衡量项目现值的折现值也会被低估，项目的净现值被高估，企业更乐意加大企业投资。

通过从风险和收益、自由现金流两个角度分析了管理者过度自信是影响企业投资行为的重要因素之一。管理者过度自信的心理特征往往过高的估计自身的经营管理能力，在对投资项目的净现值判断时往往过高估计未来现金流量，从而导致净现值被高估；同时过低的估计投资项目的风险，采用较低的折现率，过高的估计投资项目的净现值。总体上说，管理者由于过度自信会有增加企业投资的冲动，从而导致企业投资的增加。

因此，从两个角度分析了管理者过度自信与企业投资的关系，具体框架图如1。

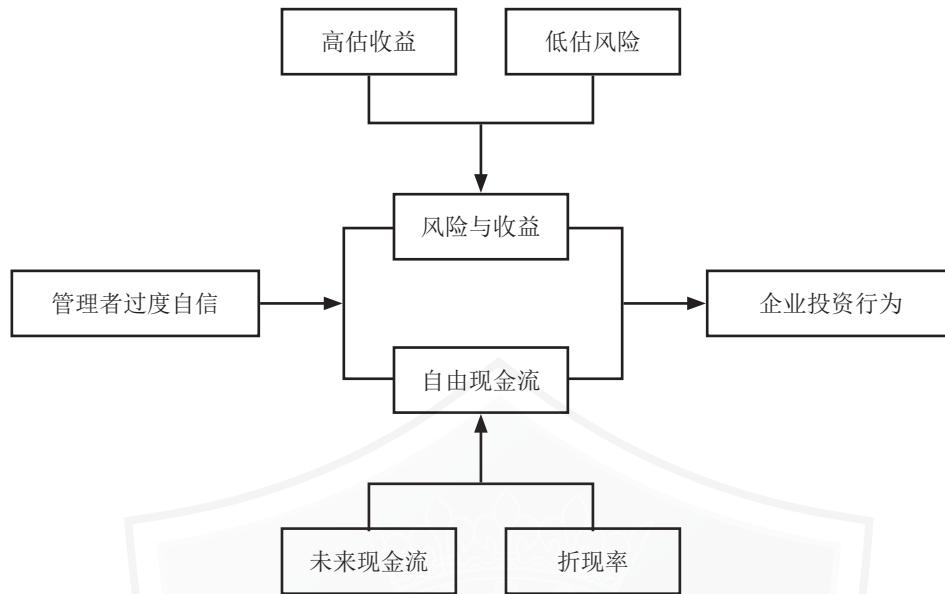


图1 管理者过度自信影响企业投资的作用机理图

3. 管理者过度自信影响企业投资行为的经验证据

传统的公司财务理论以信息不对称理论和委托代理理论解释了企业投资以及投资异化现象，两者都是从自由现金流角度分析，但是结果却是相反的。信息不对称理论认为充裕的现金流可以抑制投资不足，促进企业价值的提升；而委托代理理论认为充足的现金流可能导致委托代理冲突，损害企业价值。两个理论研究虽然存在矛盾，但都表明了现金流对企业投资行为产生影响，但具体的作用机理仍不清楚。

信息不对称理论和委托代理理论都是基于管理者理性，并没考虑管理者非理性因素。Roll (1986) 首次在公司财务理论中考察了管理者过度自信，提出了经典的“狂妄自大学说”。他认为管理者往往自以为是，对自身能力过高的估计，从而在进行并购投资决策时倾向于支付更高价格。主要是因为过度自信的管理者会高估并购可能带来的协

同收益，而较少考虑其带来的负面影响，对未来潜在利益的高估使管理者愿意承担更高的收购价格，从而导致企业利益从并购公司股东流向被并购公司股东。随后，Heaton (2002) 把管理者过度自信引入到企业投资研究框架再次重新解释了这一问题。与 Heaton (2002) 思想相一致的是 Baker & Wurgler (2006)，他认为管理者的最大化目标是其“感知”的企业最大化价值，同时还考虑“感知”的资本成本，在理性条件下，投资产生的边际价值等于真实资本。但是当管理者过度自信时，投资产生的边际价值大于真实资本，企业产生过度投资倾向。

Heaton (2002) 和 Baker & Wurgler (2006) 都是分析的委托代理问题不存在情况，管理者过度自信会导致非效率投资。然而假设严重偏离了现实，现实中，委托代理以及信息不对称都是普遍存在的，一些学者开始放松假设，探讨管理者过度自信对企业投资的影响。例如，Ben-David、Graham &

Harvey (2007) 在研究管理者过度自信与企业投资时，进行了细分，不仅把管理者过度自信分为长期过度自信和短期过度自信，企业投资也分为了资本支出和项目投资，其中，主要研究的是长期过度投资和短期过度自信对资本支出的影响。研究结果发现，管理者过度自信中的长期过度自信与资本支出呈显著正相关，长期过度自信的管理者会发生更多的资本支出，而短期过度自信与资本支出并没有显著关系。Goel & Thakor (2008) 通过数理模型研究了管理者过度自信与企业投资行为的关系。如果管理者过度自信不显著，则可能会导致投资不足。同时也发现，管理者过度自信对企业投资的影响并不是单调的，随着过度自信越明显，企业投资不足会逐渐被消除，但是当管理者过度自信显著时，就会产生过度投资。

国外学者在行为金融领域的研究起步早、理论深、考虑比较全面，中国参考国外已有的研究文献，在此基础上进行拓展，并结合中国的实际情况，形成了符合中国企业实际发展需要的行为金融理论，并在此基础上进行大量的实证检验。郝颖、刘星，林朝南 (2005) 以沪、深两市上市公司为研究对象，分析了管理者过度自信对企业投资决策的影响。结果发现，在实施股权激励的企业中，有大概四分之一的管理者具有过度自信的行为特征，与适度自信的管理者相比，管理者过度自信自信度对企业投资水平呈正相关，另外由于中国上市公司特殊的治理结构和股权结构，管理者过度自信会产生过度投资行为，导致资源配置的非效率。叶玲，王亚星 (2013) 考察了管理者过度自信对企业投资及企业绩效的影响。其预期，管理者过度自信的企业投资规模更大，但投资规模扩大对

企业绩效并未起到积极的作用。过度自信作为一种心理认知偏差，在项目评估时通常会使管理者高估收入，低估风险和成本费用，产生控制幻觉，高估自己掌控局面的能力和经营管理能力，进而采取激进的投资策略，导致企业内部投资规模、投资水平和对外投资频率较高。投资效果最终会反映在公司绩效上，过度自信下的投资往往是低效率的，这样的投资行为会降低企业绩效，甚至给企业带来经营风险。胡国柳，周遂 (2013) 在区分企业产权性质的基础上，分析了管理者过度自信心理与过度投资行为的关系，检验了会计稳健性对管理者过度自信心理和过度投资行为的治理作用。通过实证检验发现，管理者过度自信心理会对企业过度投资行为产生正向影响。由于国有企业在融资渠道上比民营企业更具优势，国有企业持有的自由现金流规模远高于民营企业，导致了国有企业管理者的过度自信心理引发的投资过度状况比民营企业更为严重。

MANAGEMENT

4. 结语

企业投资作为企业重要的经济活动，决定着企业可持续发展能力。本文构建了一个利用过度自信假设解释企业投资问题的模型，用模型推理出过度自信与企业投资存在着显著关系，以此为基础，本文深入探究管理者过度自信影响企业投资的作用机理。同时，大量学者们的研究也已经说明，管理者过度自信会对企业投资产生影响，甚至会造成企业投资的扭曲。

虽然本文有关管理者过度投资影响企业投资行为的研究得到了初步的结论，但更多的是带有一种探索性、尝试性，难免出现一些不足，有待我们进一步的检验和拓展。从

研究对象来看，现有关于管理者过度自信与企业投资的研究几乎都是以整体企业管理者为研究对象，从总体层面来解说管理者过度自信的影响。然而总体是以一系列个体组成，总体可以反映个体整个趋势走向，但并不能保证每个个体都有相似的结果。并且即使当个体和总体具有相同或相似结果，两者

之间的偏差也大相径庭。因此，未来将研究对象扩大每个企业或行业的企业管理者，探究不同行业管理者过度自信的影响，这样才能准确揭示过度自信对企业投资决策影响的全貌，为符合情况的企业提供有效的监督机制依据。

参考文献

- 郝颖, 刘星, 林朝南. (2005). 我国上市公司高管人员过度自信与投资决策的实证研究. *中国管理科学*, 13(5), 142-148
- 胡国柳, 周遂. (2013). 会计稳健性、管理者过度自信与企业过度投资. *东南大学学报 (哲学社会科学版)*, 15(2), 50-55
- 姜付秀, 张敏, 陆正飞, 陈有才. (2009). 管理者过度自信、企业扩张与财务困境. *经济研究*, (1), 131-143.
- 叶玲, 王亚星. (2013). 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. *山西财经大学学报*, 35(1), 116-124
- Baker, M. & Wurgler, J. (2006). Investor sentiment and cross-section of stock returns. *Journal of Finance*, 61(4), 1654-1680.
- Ben-David, I., Graham, J. R. & Harvey, C. R. (2007). *Managerial Overconfidence and Corporate Policies*. NBER Working Paper.
- De Bondt, W. F. M. & Thaler, R. H. (1995). *Financial decision-making In markets and firms: a behavioral perspective*. Hand book of the Economics of Finance.
- Goel, A. M. & Thakor, A. V. (2008). Overconfidence, CEO Selection, and Corporate Governance. *General Information*, 63(6), 2737-2784.
- Heaton, J. B. (2002). Managerial Optimism and Corporate Finance. *Financial Management*, (31), 33-45.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, (3), 305-360.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business*, 59(2), 197-216.

Translated in Chinese

- Hao, Y., Liu, X. & Lin, C. N. (2005). An Empirical Research on the General Manager Overconfidence and Investment Decision for the Listed Companies. *Chinese Journal of Management Science*, 13(5), 142-148. [in Chinese]
- Hu, G. L. & Zhou, S. (2013). Accounting Conservatism Managers Overconfidence and Excessive investment. *Journal of Southeast University (Philosophy and Social Science)*, 15(2), 50-55. [in Chinese]
- Jiang, F. X., Zhang, M., Lu, Z. F. & Chen, C. D. (2009). Managerial Overconfidence, Firm Expansion and Financial Distress. *Economic Research Journal*, (1), 131-143. [in Chinese]
- Ye, L. & Wang, Y. X. (2013). Managerial Overconfidence, Investment and Enterprise Performance-- Empirical Evidence from Chinese A-share Listed Companies. *Journal of Shanxi Finance and Economics University*, 35(1), 116-124. [in Chinese]



Name and Surname: Qiang Yan (阎强)

Highest Education: EMBA, Cheung Kong Graduate School of Business

University or Agency: Panyapiwat Institute of Management

Field of Expertise: Business Administration

Address: Level 7, Guangdian shibaida International Mansion, Shuncheng Street, Chengdu, Sichuan Province, P.R. China



Name and Surname: Haijun Lu (吕海军)

Highest Education: Ph.D. in Management Science and Engineering at School of Economics and Management, Harbin Engineering University, Harbin City, China

University or Agency: Panyapiwat Institute of Management

Field of Expertise: Strategic Management and Management of Innovation

Address: No.3 Shangyuancun, Haidian District, Beijing, P.R. China