管理者过度自信、战略激进度与企业财务困境

马 湘，王 华

（沈阳理工大学经济管理学院，沈阳 110158）

摘要：基于 2013—2024 年沪深 A 股上市公司数据，考察管理者过度自信对企业财务困境的影响及其作用机制。研究发现：管理者过度自信与企业财务困境呈显著正相关关系，过度自信程度越高，企业陷入财务困境的风险越大。进一步分析表明，战略激进度在这一过程中发挥了部分中介作用，即管理者过度自信通过提升企业战略激进度，进而加剧企业财务困境。异质性检验发现，上述影响在非国有企业及 CEO（首席执行官）两职合一的样本中表现更为突出。研究结论揭示了管理者心理特征通过战略决策路径影响企业财务稳健性的传导机制，为企业完善治理机制、投资者识别风险以及监管部门优化监督提供了经验证据与决策参考。

关键词：管理者过度自信；企业财务困境；战略激进度

中图分类号：F275；F272 **文献标志码**：A **文章编号**：1671－1807(2026)15－0318－07

在企业运营中，管理者作为核心决策者，其心理特征和行为对企业发展有着至关重要的影响。其中，管理者过度自信这一心理特征逐渐受到学术界的关注。过度自信的管理者在决策时可能高估自身能力、低估风险，从而作出激进或非理性的决策，进而影响企业的财务状况。企业财务困境是企业面临的一种严峻状况，关系到企业的生存与发展。然而，目前较少有研究将管理者过度自信与企业财务困境直接关联，并深入探究其内在作用机制。因此，旨在通过实证研究，探讨管理者过度自信对企业财务困境的影响，并分析战略激进度在其中的中介作用，以期为相关领域研究提供新的视角和实证依据。

1 文献综述

1.1 管理者过度自信的相关研究

1.1.1 管理者过度自信的度量

现有文献关于管理者过度自信的度量方法主要基于 3 种表现：过分高估、过于精确和过高自我定位，不同学者采用的指标各有优劣。姜付秀等[1]采用前 3 名高管薪酬占比来衡量管理者过度自信，该指标数据易得但属于间接度量，容易受到企业薪酬结构等多种因素的影响；魏哲海[2]通过性别、年龄等管理者个人特征评价管理者过度自信，该方法可操作性强但主观性较为明显；余好斌[3]以 CEO（首席执行官）持股变化来判定管理层过度自信，行为导向清晰但持股变化的原因复杂，且时效性有限；Hribar 和 Yang[4]选用盈利预测偏差作为度量指标，该方式与管理者过度自信的定义直接相关，但易受外部环境干扰，且存在一定的滞后性。因此，在后续研究管理者过度自信与企业财务困境等关系时，需要综合考量各度量指标的特点，使用适合研究情境的度量方式。

1.1.2 管理者过度自信对企业决策的影响

管理者过度自信的影响具体表现在多个企业决策领域。陈宇豪[5]指出，管理者过度自信对企业绿色创新有显著负面影响；马雨欣[6]发现，管理者过度自信会通过降低创新投入与产出，进而抑制企业数字化转型；热孜宛古丽·艾海提和努尔兰别克·哈巴斯[7]则提出，CEO 过度自信会显著提升企业对外直接投资的概率、次数与金额；余好斌[3]认为，管理者过度自信会显著增加企业债务违约风险，且该影响受到产品市场竞争、组织惯性与公司治理结构等多种因素的调节。综上所述，现有研究从数字化转型、绿色创新、对外投资及债务违约等角度，探讨了管理者过度自信对企业决策的影响及其作用情境。

1.2 企业财务困境的相关研究

1.2.1 企业财务困境的界定

关于企业财务困境的界定方法，学术界尚未形成统一标准，现有研究主要从多维度构建度量指标。Ohlson[8]构建 O-Score 模型衡量财务困境，数值越大表明企业破产风险越高；王佳星和刘淑莲[9]使用 Altman的 *Z*-Score 作为连续变量来衡量，该值越大表

收稿日期：2026-04-13

作者简介：马湘（2001—），女，宁夏银川人，硕士研究生，研究方向为会计学；通信作者王华（1972—），女，辽宁沈阳人，博士，教授，硕士研究生导师，研究方向为技术经济与管理、风险评估。

示企业陷入财务困境的可能性越低;尹小丹[10]同样使用 Z 值来衡量,但以其中位数为界限进行二元划分,将样本区分为困境组与非困境组;胡国柳和彭远怀[11]则采用相反的处理方式,将 Z 指数取相反数进行度量。此外,Miller 和 Leiblein[12]从风险角度出发,建立下行风险(RLPM)模型,其值越高意味着企业面临的财务困境风险越大。综上所述,不同界定方法各有侧重,需根据研究情境选择合适的度量方式。

1.2.2　企业财务困境的影响因素

企业财务困境受多方面因素影响,现有文献从不同视角对其作用机制进行了探讨。在盈余管理方面,张晓杰[13]研究表明,正向应计盈余管理程度越高,企业面临的财务困境风险越大;相反地,邓玲婉[14]发现数字化转型能够有效降低企业财务困境的风险。从外部竞争环境来看,张英宣和陆明富[15]指出,激烈的产品市场竞争会增加企业陷入财务困境的可能性。在利益相关者关系层面,原安妮[16]证实,稳定的客户关系有助于降低财务困境风险。此外,高管个人特征也发挥着重要作用,陈沉等[17]发现,具有贫困经历的高管对财务困境具有抑制作用。综上所述,既有研究从盈余管理、数字化转型、产品市场竞争、客户关系及高管特征等多个角度,探讨了企业财务困境的影响机制。

1.3　文献评述

现有文献已分别从度量指标与影响因素两方面对管理者过度自信与企业财务困境进行了探讨,但将二者直接关联并探究其内在机制的研究仍显不足。与既有研究相比,本文的创新贡献主要体现在以下 3 个方面:在研究视角上,尹小丹[10]虽揭示了管理者过度自信通过企业扩张影响财务困境,但其关注的“扩张”偏重投资与负债等财务维度。本文中引入的“战略激进度”是一个涵盖创新倾向、市场扩张、资本密度等 6 个维度的综合性构念,用于衡量企业整体战略定位,具有更高层级的理论解释力。在中介机制层面,已有研究多停留于宏观路径验证,通过对战略激进度的多维度解构,清晰呈现从“管理者心理偏差”到“企业战略定位”再到“财务困境后果”的完整作用路径。在异质性情境上,同时考察产权性质与 CEO 权力结构的调节效应,印证高层梯队理论中“管理自主权”的边界作用。综上,战略激进度为理解管理者过度自信与财务困境之间的关系提供了新的传导视角。

2　理论分析与研究假设

2.1　管理者过度自信与企业财务困境

基于高层梯队理论,企业高管的认知基础、价值观与经验背景等心理特征会显著影响其战略决策,进而通过组织行为影响企业绩效。由于环境复杂性与信息不对称,高管在决策时往往依赖自身心理特质而非完全理性分析,使其个人特征最终反映在企业结果中。作为企业核心决策者,管理者的过度自信倾向会导致其在决策中高估自身能力并低估风险。尹小丹[10]指出在面对复杂多变的市场环境时,过度自信的管理者更可能作出激进的投资或经营决策,如过度扩张或盲目进入新领域。此类决策一旦失误,易引发企业资金链紧张、偿债能力下降,从而增加陷入财务困境的风险。据此,提出如下假设。

H1:管理者过度自信与企业财务困境呈显著正相关关系。

2.2　管理者过度自信、战略激进度与企业财务困境

基于高层梯队理论和行为金融学理论,管理者过度自信作为一种典型的心理偏差,会系统性地影响企业战略决策的倾向性。过度自信的管理者往往高估自身判断能力与未来收益,低估外部环境的不确定性与潜在风险,这种认知偏差会推动企业选择更具进攻性、扩张性的战略布局。具体而言,过度自信的管理者倾向于追求高风险、高增长的市场扩张、大规模投资与并购活动,偏好激进的融资与竞争策略,从而提升企业整体的战略激进度。

然而,高度激进的战略在追求快速成长的同时,也显著放大了企业的财务脆弱性。张安军等[18]研究发现,企业战略激进度越高,其风险承担水平虽相应提升,但这一正相关关系会随着股权集中度等治理因素的介入而被削弱或加剧。战略激进度体现在资源配置的集中性、扩张速度的跨越性以及对杠杆和外部融资的依赖程度上。当企业采用过度激进的战略时,往往伴随现金流需求激增、营运资金周转压力上升以及财务弹性下降。付佳和刘英[19]研究表明,激进的公司战略会显著减少企业获得的银行信贷融资,同时通过盈余管理路径对融资能力产生负面影响。一旦外部环境波动或经营未达预期,企业极易陷入资金链紧张、债务违约甚至破产清算的财务困境。因此,战略激进度是连接管理者心理特征与企业财务后果的关键行为路径:管理者过度自信首先表现为战略决策的激进倾向,而战略激进度进一步通过累积性的财务压力传导,最终提高企业陷入财务困境的概率。据此,提出如下假设。

H2:战略激进度在管理者过度自信与企业财务困境之间起到中介作用。

3　研究设计

3.1　样本选择与数据来源

选取 2013—2024 年沪深 A 股上市公司为研究

样本。数据来源于CSMAR数据库、知网及企业年报。为确保结果准确可靠，对原始数据进行以下处理：①剔除ST、*ST、PT等特殊状态公司以及金融、保险行业公司样本；②删除关键数据缺失的观测值，最终得到26 586个有效观测值；③为排除极端值影响，对所有连续变量进行上下1%的Winsorize2缩尾处理。数据处理与实证分析主要使用Excel和Stata 17.0软件完成。

3.2 模型构建

$$RLPM_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 OC_{i,t} + \alpha_2 Controls_{i,t} + \sum IND + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$ST_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 OC_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t} + \sum IND + \sum Year + \theta_{i,t} \quad (2)$$

$$RLPM_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 OC_{i,t} + \gamma_2 ST_{i,t} + \gamma_3 Controls_{i,t} + \sum IND + \sum Year + \sigma_{i,t} \quad (3)$$

式中：i为公司个体；t为年份；α、β、γ为个体之间的差异，不同的个体具有不同的值；ε、θ、σ为随个体和时间而改变的误差项；RLPM为被解释变量，代表i公司在t时点的财务困境；OC为解释变量，代表管理者过度自信，预期系数α_1为正；ST为中介变量，代表战略激进度。根据温忠麟和叶宝娟[20]的中介效应检验步骤，若α_1显著，β_1显著，且γ_1显著，则表明中介效应成立。

3.3 变量定义

(1)被解释变量：财务困境。目前衡量财务困境的模型主要包括*Z*-Score、O-Score、RLPM及Merton-DD等。研究选取RLPM模型进行测度，主要原因如下：①相较于基于破产概率预测的*Z*-Score模型，RLPM聚焦下行风险，仅关注收益低于特定阈值的部分，能够精准捕捉企业陷入困境的尾部风险，符合财务困境的本质特征；②RLPM不要求收益服从正态分布，对极端损失更为敏感，克服了传统风险测度模型的局限性。RLPM值越高，表明企业财务困境水平越高。

(2)解释变量：管理者过度自信水平。参照姜付秀等[1]的研究，采用企业前3名高管相对于全部高管的薪酬比例衡量企业管理者过度自信水平。

(3)中介变量：战略激进度。研究参考孙健等[21]、孟庆斌等[22]的思路，从6个维度对战略激进度进行综合评估。①创新倾向，以研发支出占营业收入的比例衡量，鉴于数据库中研发支出数据缺失较多，改用无形资产作为替代指标；②市场扩张倾向，以销售费用与管理费用之和占营业收入的比例反映；③成长性，以营业收入增长率度量；④生产效率，以员工人数与营业收入之比进行测算；⑤组织结构稳定性，以过去5年员工数量的标准差与同期员工均值之比衡量；⑥资本密度，以固定资产与总资产之比表示。数据收集完毕后，对各维度进行如下处理：按“行业-年度”分组，将每一指标从小到大排序并等分为5组。针对前5个指标，得分依次由高到低赋值为4、3、2、1、0分；第6个指标采用反向赋分规则。此后，按“企业-年度”汇总6个维度的得分，所得总分即为战略激进度，分值越高说明企业战略越激进。具体地，总分在0～6分认定为防御型战略，7～17分归为分析型战略，18～24分划为进攻型战略。

(4)控制变量。综合以往学者的文献，确定控制变量选取如下：①财务绩效层面包括资产负债率、盈利能力；②公司层面包括企业规模、董事会规模、独立董事比例、企业年龄。另外，市场环境、产业特性等其他时变因素也可能会干扰企业绩效，加入行业(IND)和时间(Year)固定效应予以双向控制。具体变量定义见表1。

表1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量说明
被解释变量	财务困境	RLPM	该值越高，企业陷入财务困境程度越高
解释变量	管理者过度自信	OC	OC数值越大，过度自信程度越高
中介变量	战略激进度	ST	ST分值越高，企业战略越激进
控制变量	企业规模	lnSize	年末总资产的自然对数
	企业年龄	AGE	上市时间－观测时间
	资产负债率	LEV	总负债/总资产
	盈利能力	ROA	净利润/总资产平均余额
	董事会规模	lnBOARD	董事会人数的对数
	独立董事比例	IDP	独立董事人数/董事会总人数
	行业变量	IND	虚拟变量
	年度变量	Year	虚拟变量

4 实证结果与分析

4.1 描述性统计

描述性统计结果见表2，结果具有可信度。被解释变量RLPM的均值为0.034 3，标准差为0.046 2，说明样本企业在财务困境程度上存在较为明显的差异。核心解释变量OC均值为0.494 0，分布范围较广，体现其个体差异性。中介变量战略激进度ST的均值为11.840 0，标准差为3.936 0，表明企业战略激进程度在样本中呈现出一定波动。各控制变

量的分布特征明显,均存在一定差异,为后续分析提供了良好的数据基础。

4.2　相关性分析

相关性分析结果见表 3,为回归分析提供初步依据。被解释变量 RLPM 与解释变量 OC 在 1%水平上显著正相关,初步支持假设 H1。同时,OC 与中介变量 ST 呈正相关;ST 与 RLPM 亦呈显著正相关,表明战略激进度可能加剧企业的财务困境风险,为假设 H2 提供了基础证据。在控制变量中,LEV、IDP 与 RLPM 显著正相关,而 lnSize、ROA 及 lnBOARD 与 RLPM 呈显著负相关。

为确保回归估计的有效性,进一步采用方差膨胀因子(VIF)对所有变量进行多重共线性检验,结果见表 4,所有变量的 VIF 值均远低于临界值 10,表明模型不存在严重的多重共线性问题,各变量可同时纳入回归模型进行估计。

4.3　基准回归分析

为验证管理者过度自信对企业财务困境的影响,模型(1)、模型(2)、模型(3)采用双向固定效应模型(控制行业与年份)进行基准回归分析,标准误采用 White 稳健标准误进行调整,结果见表 5。

根据表 5 基准回归结果,管理者过度自信(OC)对企业财务困境(RLPM)的直接影响及战略激进度(ST)的中介效应均得到逐步检验。列(1)未引入 ST 时,OC 系数为 0.009 8,在 5%水平显著,表明管理者过度自信显著加剧企业财务困境风险,假设 H1 成立。列(2)OC 对 ST 的系数为 0.569 6,在 10%水平显著,说明过度自信显著提升战略激进度,满足中介效应前提。列(3)同时纳入 OC 与 ST 后,ST 系数为 0.000 8,在 1%水平显著,OC 系数由 0.009 8 降至 0.009 3,但仍在 5%水平显著。

通过效应分解显示,直接效应为 0.009 3,占总效应 94.9%;间接效应为 0.569 6 × 0.000 8 ≈ 0.000 455 7,占 4.65%;总效应(直接效应与间接效应之和)约 0.009 755 7,与列(1)总效应基本一致,验证了中介效应分解的合理性。上述结果支持战略激进度发挥部分中介作用。根据温忠麟和叶宝娟[20]的研究,当系数乘积项的两个系数均显著时,逐步法的检验力具有统计优势;然而,依据江艇[23]的建议,逐步法中介效应检验的结果应视为探索性证据,其因果解释力受限于中介变量可能存在的内生性问题。尽管如此,研究仍基于理论推导与现有数据,审慎地将此结果解读为战略激进度发挥部分中介作用的支持性证据。综上,假设 H2 得到验证。

4.4　稳健性检验

4.4.1　剔除特殊年份

为避免极端年份(如 2015 年、2020 年)对回归结果的潜在干扰,剔除了上述特殊年份样本后重新

表 2　变量描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
RLPM	26 586	0.034 3	0.046 2	0.000 0	0.256 0
OC	26 586	0.494 0	0.143 0	0.242 0	0.900 0
ST	26 586	11.840 0	3.936 0	3.000 0	21.000 0
lnSIZE	26 586	22.590 0	1.303 0	19.820 0	26.570 0
AGE	26 586	13.970 0	6.856 0	3.000 0	29.000 0
LEV	26 586	0.456 0	0.203 0	0.054 2	0.916 0
ROA	26 586	0.022 3	0.070 1	−0.285 0	0.190 0
lnBOARD	26 586	2.118 0	0.198 0	1.609 0	2.639 0
IDP	26 586	0.378 0	0.054 7	0.333 0	0.571 0

表 4　多重共线性检验结果

变量	VIF	1/VIF
OC	1.13	0.882 585
ST	1.09	0.921 602
lnSIZE	1.58	0.631 749
AGE	1.14	0.880 764
LEV	1.52	0.658 053
ROA	1.28	0.781 026
lnBOARD	1.66	0.601 591
IDP	1.48	0.676 518
VIF 均值	1.36	—

表 3　相关性分析结果

变量	RLPM	OC	ST	lnSize	AGE	LEV	ROA	lnBOARD	IDP
RLPM	1								
OC	0.123***	1							
ST	0.082***	0.067***	1						
lnSize	−0.266***	−0.215***	−0.256***	1					
AGE	0.001	0.042***	−0.144***	0.289***	1				
LEV	0.137***	−0.087***	−0.161***	0.409***	0.202***	1			
ROA	−0.325***	−0.081***	−0.068***	0.152***	−0.027***	−0.338***	1		
lnBOARD	−0.077***	−0.279***	−0.102***	0.259***	0.150***	0.114***	0.084***	1	
IDP	0.022***	0.134***	0.036***	−0.006	−0.030***	−0.006	−0.042***	−0.550***	1

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10%水平上显著。

表 5　基准回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	RLPM	ST	RLPM
OC	0.009 8**	0.569 6*	0.009 3**
	(2.45)	(1.96)	(2.35)
ST			0.000 8***
			(5.05)
lnSize	−0.032 9***	−0.003 1	−0.032 9***
	(−20.56)	(−0.03)	(−20.59)
AGE	0.003 6**	−0.283 7*	0.003 9**
	(2.03)	(−1.94)	(2.18)
LEV	0.084 4***	1.027 9***	0.083 6***
	(17.13)	(3.12)	(16.93)
ROA	0.070 4***	0.546 6	0.070 0***
	(10.52)	(1.41)	(10.50)
lnBOARD	0.008 5*	0.118 2	0.008 4*
	(1.92)	(0.43)	(1.90)
IDP	0.001 8	−0.359 5	0.002 1
	(0.15)	(−0.45)	(0.17)
IND	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes
常数项	0.673 9***	13.826 6***	0.663 3***
	(17.06)	(5.62)	(16.84)
样本数	26 586	26 586	26 586
Number of CODE	3 617	3 617	3 617
Within R^2	0.164	0.019	0.167

注：***、**、* 分别表示在 1%、5%、10%水平上显著；括号内为 t 值。

进行检验，结果见表 6 列(1)，RLPM 对 OC 的回归系数为 0.009 9，仍在 5%水平上显著为正。这表明，在排除极端事件对估计结果的潜在扰动后，管理者过度自信对企业财务困境的正向影响依然稳定存在，核心结论未受到特殊年份样本的驱动。假设 H1 仍得到支持，上述研究结果稳健可靠。

4.4.2　工具变量法

参照余明桂等[24]的做法，选用高管同期同行业过度自信均值(OC_IND_mean)作为工具变量，采用 IVprobit 和两阶段最小二乘法进行检验。表 6 列(2)显示，工具变量通过了内生性检验及弱工具变量检验，即管理者过度自信显著加剧企业财务困境，且在控制内生性后该效应更为突出，工具变量法二阶段结果与前文结论一致。

4.5　异质性分析

根据已有研究，以是否为国企、CEO 权力强度视角进行异质性分析，分别检验管理者过度自信对企业财务困境的影响在国有企业与民营企业之间，CEO 两职分离与两职合一之间的差异。

4.5.1　产权性质

将样本分为非国企与国企两组进行异质性检验，结果见表 7 列(1)、列(2)。在非国有企业样本中，管理者过度自信(OC)的回归系数为 0.0147，且

表 6　稳健性检验结果

变量	(1)	(2)	
		第 1 阶段	第 2 阶段
	RLPM	OC	RLPM
OC	0.009 9**		0.305 3***
	(2.35)		(5.41)
OC_IND_mean		−0.692 5***	
		(−7.37)	
lnSize	−0.034 5***	−0.020 4***	−0.004 7***
	(−20.58)	(−25.48)	(−3.89)
AGE	0.003 2*	0.002 1***	−0.000 0
	(1.86)	(16.28)	(−0.31)
LEV	0.088 0***	−0.012 6**	0.057 3***
	(17.02)	(−2.44)	(25.31)
ROA	0.071 3***	−0.069 2***	−0.116 9***
	(9.78)	(−5.18)	(−17.49)
lnBOARD	0.007 9*	−0.167 4***	0.046 8***
	(1.68)	(−31.82)	(4.82)
IDP	0.000 6	0.002 4	0.010 3
	(0.05)	(0.13)	(1.36)
Year	Yes	Yes	Yes
IND	Yes	Yes	Yes
常数项	0.712 2***	1.558 6***	−0.124 5*
	(17.38)	(32.39)	(−1.76)
样本数	22 580	26 586	26 586
R^2	0.172 3	0.138 1	
Cragg-Donald F		54.369 9	
		(10% maximal=16.38)	
Durbin (score) chi2(1)		χ^2=47.146 1，P=0.000 0	
Wu-Hausman		F=47.167 7，P=0.000 0	

注：***、**、* 分别表示在 1%、5%、10%水平上显著；括号内为 t 值。

在 5%的水平上显著。这一结果表明，在非国有企业中，过度自信的管理者会显著加剧企业陷入财务困境的风险。究其原因，主要为以下 3 个方面：①非国企管理者在投融资决策上自主权较高，行政干预较少，过度自信者更容易基于乐观判断实施激进扩张策略，如盲目多元化或过度并购；②非国企缺乏政府隐性担保，经营不善时难以获得外部救助，因此过度自信所引致的高风险决策会更快、更直接地体现为现金流紧张、偿债压力上升等财务困境；③非国企外部融资约束较强，过度自信的管理者易低估债务风险而采取过度负债策略，一旦外部环境恶化，企业将陷入财务困境。

在国有企业样本中，管理者过度自信(OC)的回归系数为 0.001 3，且未通过显著性检验。这表明，在国有企业中，管理者过度自信并未显著推高企业财务困境风险。主要原因有：①国企行政约束强，重大决策需多层审批，管理者自主性受限，激进决策难以实施；②国企承担稳就业、保民生等政策目标，经营非纯粹利润导向，抑制了过度自信者追求高风险决策的动机；③国企享有政府隐性信用背书，

表 7　异质性分析结果

变量	是否为国企		CEO 权力强度	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	非国企	国企	两职分离	两职合一
OC	0.014 7**	0.001 3	0.007 9*	0.017 7**
	(2.56)	(0.26)	(1.86)	(2.05)
lnSize	−0.041 1***	−0.016 6***	−0.029 1***	−0.041 2***
	(−20.36)	(−8.07)	(−15.92)	(−12.59)
AGE	0.009 2**	−0.002 3	0.001 8	0.009 9***
	(2.48)	(−1.01)	(0.88)	(3.11)
LEV	0.090 4***	0.050 6***	0.071 7***	0.099 2***
	(15.04)	(6.88)	(12.56)	(10.33)
ROA	0.089 2***	0.048 4***	0.061 2***	0.108 7***
	(11.80)	(3.64)	(7.89)	(8.87)
lnBOARD	0.007 5	0.003 5	0.009 9**	0.000 9
	(1.31)	(0.55)	(2.05)	(0.09)
IDP	−0.014 4	0.015 0	0.002 9	−0.000 4
	(−0.82)	(0.90)	(0.22)	(−0.01)
IND	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes
常数项	0.835 4***	0.388 9***	0.599 7***	0.833 8***
	(16.68)	(7.25)	(13.35)	(11.31)
样本数	16 299	10 287	19 908	6 678
Number of CODE	2 655	1 295	3 024	1 828
adj. R^2	0.210	0.150	0.144	0.231

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10%水平上显著;括号内为 t 值。

面临困难时易获贷款展期、财政补贴等支持,“软预算约束”缓冲了过度自信的负面财务后果。

4.5.2　管理层权力

将样本分为两职分离与两职合一两组进行异质性检验,结果见表 7 列(3)、列(4)。在两职合一的样本组中,管理者过度自信(OC)的回归系数为 0.017 7,且在 5%的水平上显著。在两职分离的样本组中,OC 的系数为 0.007 9,仅在 10%的水平上显著。这表明,当董事长与总经理由同一人担任时,管理者过度自信对财务困境风险的正向影响更为强烈。主要原因有:①决策权力高度集中。两职合一的 CEO 同时掌握董事会决策权与经营管理权,可绕过董事会制衡,将过度自信下的乐观判断直接转化为大规模投资、高杠杆融资等激进决策,显著推高财务困境风险。②内部监督机制弱化。两职合一削弱了董事会的监督约束功能,CEO 作为董事会主席可主导议程、影响董事提名,使董事会难以有效问责,为高风险行为提供便利。③决策纠偏机制缺失。企业内部缺乏纠正非理性决策的机制,当过度自信管理者低估风险、高估收益时,难有不同声音予以劝阻或否决,导致错误决策持续执行,最终加剧财务困境。

相比之下,在两职分离的企业中,董事长与总经理由不同人员担任,形成了相对清晰的权力制衡结构。一方面,董事会能够对总经理的决策进行独立审查和质询,对过度自信管理者提出的激进方案形成有效制约;另一方面,两职分离有助于鼓励董事会内部的多元意见表达,降低群体思维导致的决策偏差。因此,即使管理者存在过度自信倾向,其负面行为也在一定程度上受到抑制,管理者过度自信对财务困境风险的推高作用相对较弱。

5　结论与建议

5.1　研究结论

(1)管理者过度自信显著加剧了企业财务困境风险。过度自信的管理者容易高估自身能力与项目收益、低估潜在风险,倾向于作出过度投资、盲目扩张等非理性决策,从而增加企业陷入财务困境的概率。

(2)战略激进度在二者之间发挥了部分中介作用。管理者过度自信会推动企业选择更为激进的战略布局,而高度激进的战略伴随现金流需求激增与财务弹性下降,最终通过累积性财务压力传导至财务困境。

(3)上述影响存在显著的异质性。在非国有企业中,由于管理者自主权较高且缺乏政府隐性担保,管理者过度自信对财务困境的推高作用更为突出;在 CEO 两职合一的样本中,由于决策权力集中且内部监督机制弱化,管理者过度自信的负面影响也表现得更为强烈。

5.2　研究建议

(1)企业层面。首先,企业应建立健全管理者心理特征评估与风险预警机制,将管理者过度自信纳入日常经营风险评估体系,通过引入外部董事、设置决策复核程序等方式对管理者的激进决策倾向形成有效制衡。其次,优化高管薪酬结构与激励机制,避免单纯以短期业绩为导向的激励设计,增加长期风险约束条款,抑制管理者因过度自信而采取高风险决策的动机。再次,对于非国有企业而言,建议加强董事会监督职能,完善内部风险控制体系;对于 CEO 两职合一的企业,应考虑推动董事长与总经理职务分离,或在无法分离的情况下增设独立首席外部董事、成立专门的战略风险评估委员会,以强化对管理者非理性决策的制衡能力。

(2)投资者层面。投资者在评估企业投资价值时,应关注管理层的心理特征与决策风格,将管理者过度自信作为重要的非财务风险指标纳入考量。具体而言,可通过分析高管薪酬结构、盈利预测偏差、过往投资决策记录等信息识别管理者过度自信倾向。同时,对于战略激进度较高的企业,投资者

应保持审慎态度，密切关注其现金流状况、负债水平及偿债能力变化，提前识别潜在的财务困境风险，避免因管理层非理性决策而遭受投资损失。

（3）监管部门层面。监管部门应引导上市公司完善高管决策信息披露制度，要求企业对重大投资、并购等决策事项充分披露决策依据与风险评估过程，提高管理者决策的透明度。同时，鼓励上市公司建立管理者过度自信的识别与防范机制，将其纳入公司治理评价体系。对于财务困境风险较高的企业，监管部门可将其列为重点关注对象，加强日常监管与风险提示，必要时采取早期干预措施，防范风险蔓延影响资本市场整体稳定。此外，建议监管机构定期发布上市公司管理者非理性决策的典型案例，发挥警示与引导作用，推动形成理性决策、稳健经营的市场氛围。

参考文献

[1] 姜付秀，张敏，陆正飞，等. 管理者过度自信、企业扩张与财务困境[J]. 经济研究，2009，44(1)：131-143.

[2] 魏哲海. 管理者过度自信、资本结构与公司绩效[J]. 工业技术经济，2018，37(6)：3-12.

[3] 余好斌. CEO过度自信、管理自主权与企业债务违约[J]. 会计之友，2023(7)：47-56.

[4] HRIBAR P，YANG H. CEO overconfidence and management forecasting [J]. Contemporary Accounting Research，2016，33(1)：204-227.

[5] 陈宇豪. 管理者过度自信与企业绿色创新[J]. 现代金融，2024(7)：13-20.

[6] 马雨欣. 管理者过度自信对企业数字化转型的影响：基于投入-产出的机制分析[J]. 科技与金融，2025(1)：91-97，117.

[7] 热孜宛古丽·艾海提，努尔兰别克·哈巴斯. CEO过度自信、企业风险承担与OFDI决策[J]. 经营与管理，2024(2)：6-14.

[8] OHLSON J A. Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy [J]. Journal of Accounting Research，1980，18(1)：109-131.

[9] 王佳星，刘淑莲. 专用资产、财务困境与并购标的概率[J]. 会计研究，2020(3)：95-109.

[10] 尹小丹. 管理者过度自信、企业扩张与财务困境[J]. 现代商业，2024(11)：188-192.

[11] 胡国柳，彭远怀. 董事高管责任保险与企业财务困境风险：基于A股上市公司的经验证据[J]. 财经理论与实践，2018，39(6)：75-82.

[12] MILLER K D，LEIBLEIN M J. Corporate risk-return relations：returns variability versus downside risk[J]. Academy of Management Journal，1996，39(1)：91-122.

[13] 张晓杰. 盈余管理对我国上市公司财务困境影响的实证研究[J]. 财会学习，2017(5)：20-21.

[14] 邓玲婉. 数字化转型、财务困境与企业成长性关系研究[J]. 全国流通经济，2024(16)：89-92.

[15] 张英宣，陆明富. 产品市场竞争、财务困境与研发操纵[J]. 统计与决策，2024，40(10)：179-183.

[16] 原安妮. 客户关系、商业信用与财务困境[J]. 上海管理科学，2022，44(6)：71-77.

[17] 陈沉，闫宇聪，王涛，等. 高管贫困经历与财务困境[J]. 财会通讯，2022(17)：55-59.

[18] 张安军，吴嘉玉，支毅霞. 战略激进度、股权集中度与企业风险承担[J]. 运筹与管理，2025，34(2)：225-231.

[19] 付佳，刘英. 战略激进性、盈余管理和银行信贷融资[J]. 国际商务财会，2024(24)：3-10，30.

[20] 温忠麟，叶宝娟. 中介效应分析：方法和模型发展[J]. 心理科学进展，2014，22(5)：731-745.

[21] 孙健，王百强，曹丰，等. 公司战略影响盈余管理吗？[J]. 管理世界，2016，42(3)：160-169.

[22] 孟庆斌，李昕宇，张修平. 卖空机制、资本市场压力与公司战略选择[J]. 中国工业经济，2019(8)：155-173.

[23] 江艇. 因果推断经验研究中的中介效应与调节效应[J]. 中国工业经济，2022(5)：100-120.

[24] 余明桂，李文贵，潘红波. 管理者过度自信与企业风险承担[J]. 金融研究，2013(1)：149-163.

Managerial Overconfidence, Strategic Aggressiveness and Corporate Financial Distress

MA Xiang, WANG Hua

(School of Economics and Management, Shenyang Ligong University, Shenyang 110158, China)

Abstract: Based on data from Shanghai and Shenzhen A-share listed companies from 2013 to 2024, the impact of managerial overconfidence on corporate financial distress and its mechanism were examined. It is found that managerial overconfidence is significantly positively correlated with corporate financial distress. The higher the degree of overconfidence, the greater the risk of financial distress. Through further analysis, it is demonstrated that strategic aggressiveness plays a partial mediating role in this process. Specifically, financial distress is exacerbated by managerial overconfidence through increased strategic aggressiveness. It is shown through heterogeneity tests that these effects are more pronounced in non-state-owned enterprises and in samples with CEO(chief executive officer) duality. A transmission mechanism is revealed whereby managerial psychological characteristics affect corporate financial stability through strategic decision-making paths. Empirical evidence and decision-making references are thereby provided for enterprises to improve governance mechanisms, for investors to identify risks, and for regulatory authorities to optimize supervision.

Keywords: managerial overconfidence; corporate financial distress; strategic aggressiveness