

管理者过度自信对企业跨国投资绩效的影响研究  
THE IMPACT OF MANAGERIAL OVERCONFIDENCE  
ON FIRMS' CROSS-BORDER INVESTMENT PERFORMANCE

申杰\*

Jie Shen\*

泰国博仁大学国际学院

International College, Dhurakij Pundit University, Thailand

Received: August 7, 2025 / Revised: November 13, 2025 / Accepted: November 19, 2025

摘要

伴随数字经济的加速发展和全球价值链的持续重构，中国企业跨国投资规模不断扩大，但投资失败率亦逐渐上升。作为企业战略决策的核心，管理者的认知偏差对投资绩效产生深远影响。本文基于行为金融学与高阶梯队理论，从管理者过度自信出发，系统探讨其对企业跨国投资绩效的影响机制及边界条件。选取2016-2022年中国沪深交易所上市并开展跨国投资的企业为样本，构建“心理特质——投资行为——绩效结果”分析框架。研究发现，管理者过度自信显著降低跨国投资绩效，资源错配在其中起中介作用。同时，制度距离作为调节变量，在正式制度和非正式制度层面均可缓解过度自信的负向影响。研究建议企业在“走出去”过程中充分评估东道国制度差异，以优化资源配置，抑制管理者认知偏差带来的风险，提升跨国投资的成功率。

**关键词：**管理者过度自信 跨国投资绩效 资源错配 正式制度距离 非正式制度距离

\*Corresponding Author: Jie Shen  
E-mail: 13135706@qq.com

## Abstract

With the accelerated development of the digital economy and the continuous restructuring of global value chains, Chinese enterprises have expanded their outbound investments. However, the increasing failure rate highlights the need to improve investment performance. As key decision-makers, managers' cognitive biases—particularly overconfidence—can significantly affect strategic outcomes. Drawing on behavioral finance and upper echelons theory, this study investigates how managerial overconfidence influences the performance of cross-border investments, as well as the mediating role of resource misallocation and the moderating role of institutional distance. This study uses Chinese listed companies on the Shanghai and Shenzhen stock exchanges that engaged in cross-border investments during 2016-2022 as its research sample and constructs an analytical framework of “psychological traits–investment behavior–performance outcomes”. The findings reveal that overconfident managers tend to reduce investment performance, with resource misallocation serving as a critical mediator. Moreover, both formal and informal institutional distances between home and host countries mitigate this negative effect. The study suggests that firms carefully assess institutional differences to mitigate cognitive bias-induced risks and enhance the success rate of international investments.

**Keywords:** Managerial Overconfidence, Transnational Investment Performance, Resource Misallocation, Formal Institutional Distance, Informal Institutional Distance

## 引言

在数字经济和全球价值链重构加速的时代背景下，中国企业的国际化战略正进入高质量发展阶段，对外直接投资（Outward Foreign Direct Investment, OFDI）规模不断扩大。然而，企业在海外市场中频繁遭遇绩效不佳、资源错配等问题，投资失败案例屡见不鲜。提升跨国投资绩效、降低失败率，已成为中国企业国际化战略中的关键课题。

作为企业战略决策的核心主体，管理者的认知偏差，特别是过度自信倾向，正日益受到学界关注。过度自信被定义为个体对自身能力与判断过度高估的倾向，其在高层管理者中尤为常见。已有研究表明，过度自信可能导致过度投资、低估风险及资源配置失衡，进而损害企业绩效 (Erdogan & Bauer, 2009)。在跨国投资这一高不确定性情境中，这种认知偏差的影响尤为突出。Guo et al. (2020) 发现，尽管市场对过度自信管理者主导的并购在短期内反应积极，但其对长期并购绩效的价值创造作用有限。Khelifi 和 Zouari (2021) 进一步指出，过度自信型高管更可能在并购背景下进行真实盈余管理，从而加剧资源错配问题。Brahma et al. (2023) 从董事会层面验证了整体过度自信倾向对并购绩效的显著影响，而 Jia et al. (2024) 研究则揭示了管理者过度自信与投资者情绪的交互效应，说明外部市场心理因素可能放大其负面作用。值得注意的是，Wang et al. (2023b) 的研究也提示，过度自信并非始终带来不良结果，在环境、社会与公

公司治理 (Environmental, Social and Governance, ESG) 表现方面, 过度自信型高管可能展现更积极的战略导向。

综上, 尽管近年来学界对过度自信与企业决策行为的关系展开了更为多维的探讨, 但其在跨国投资这一复杂情境下的影响机制及情境边界仍有待进一步系统研究。为弥补这一不足, 本文以行为金融学与高阶梯队理论为基础, 构建“管理者心理特质——投资行为——绩效结果”的分析框架, 深入探讨管理者过度自信对企业跨国投资绩效的影响, 并引入资源错配作为中介变量, 考察其在这一影响路径中的作用机制。同时, 考虑到东道国制度环境差异对企业战略执行的复杂性, 本文进一步从制度理论出发, 引入正式制度距离与非正式制度距离作为调节变量, 探索其在管理者认知偏差与绩效结果之间的调节效应。由于企业跨国投资这种重大投资决策通常来自于管理者的判断, 此项研究重点关注管理者过度自信这一认知偏差范畴的现象, 全面且深入地考察其对于企业跨国投资决策以及经营绩效所产生的作用机制和影响路径, 为跨国企业更好地“走出去”提供了管理实践启示。

## 研究目的

本研究旨在围绕管理者过度自信对企业跨国投资绩效的影响机制, 开展深入系统的理论建构与实证分析, 具体目标包括以下三个方面:

1. 揭示认知偏差影响跨国投资绩效的作用路径从管理者过度自信出发, 系统剖析其如何通过战略冒进、资源错配等路径影响企业跨国投资绩效, 构建“管理者认知→资源配置行为→跨国绩效结果”的逻辑链条, 深化对认知偏差在企业国际化战略中的机制理解。
2. 识别资源错配的中介作用, 完善高阶梯队理论路径探讨过度自信如何引发投资过度或不足, 进而导致资源配置失衡, 损害投资绩效, 在微观心理与组织资源行为之间建立理论关联, 拓展高阶梯队理论在国际经营场景下的适用边界。
3. 分析制度距离的调节效应, 引入正式制度与非正式制度距离作为调节变量, 探索在不同制度环境下认知偏差与绩效之间的关系如何变化, 为企业制定差异化国际战略提供依据。

## 文献综述

管理者过度自信是行为金融学中一种典型的认知偏差, 表现为高估自身能力、低估外部风险, 导致非理性投资行为 (Malmendier & Tate, 2008)。Hambrick 和 Mason (1984) 提出的高阶梯队理论认为, 组织是其高管的反应, 公司高管心理和人口统计学的特点将影响其对自身所处环境的理解, 并影响公司的决策和产出。Heaton (2002) 表明在无委托代理问题和信息不对称的前提下, 管理者过度自信会改变企业对现金流的预期, 从而影响投资决策。在企业跨国投资背景下, 管理者的过度自信更易受到复杂国际环境的放大。一方面, 认知偏差使他们在项目评估

中倾向于高估净现值, 导致过度投资 (Jiang et al., 2009); 另一方面, 在面对不可控的制度或文化障碍时, 过度自信者更容易产生“控制幻觉”, 忽视整合难度与失败风险 (Tian & Wang, 2019)。Malmendier 和 Tate (2008) 等人的实证研究也表明, 过度自信的管理者更倾向于并购扩张, 尤其在企业现金流充足时更易采取非效率的海外投资策略。中国学者同样发现, 管理者的过度自信是推动企业并购、尤其是跨国扩张的重要心理动因 (Shi et al., 2014)。相比中国的并购, 国际并购面临更大的制度距离、文化冲突与外部不确定性, 显著提升了投资整合的复杂性 (Zhang et al., 2010; Yan, 2011)。在这种“难度效应”下, 管理者更容易高估自身判断能力, 忽视人文与法律环境等关键变量, 从而加剧了投资失败风险 (Liu & Liang, 2017)。尽管部分研究者认为, 具备较强能力的管理者能够在有效的激励与治理结构下合理调配资源, 把握市场机会, 但总体上, 越来越多研究发现, 管理者过度自信对企业跨国投资绩效带来了显著的负面影响, 尤其体现在资源错配、投资盲目扩张和绩效波动加剧等方面 (Doukas & Petmezas, 2007; Fu, 2021)。因此, 结合相关理论与实证研究, 本文提出如下假设:

H1: 管理者过度自信与企业跨国投资绩效之间存在显著的负向关系

管理者的过度自信是一种典型的非理性认知偏差, 表现为高估项目收益、低估风险, 从而影响企业的投资效率 (Heaton, 2002)。在企业现金流充足时, 过度自信的管理者往往会对低净现值甚至负净现值的项目进行投资, 导致资源过度配置, 而在融资受限时, 则可能因低估证券价值放弃优质项目, 导致资源配置不足 (Jiang et al., 2009; Wang et al., 2008)。Xu (2013) 证实过度自信的管理者更易作出投资偏差决策, 加剧资源错配。这种错配不仅表现为对无效项目的重复投资, 还体现为在高融资成本环境下放弃有价值项目的倾向。企业投资活动是资本配置的核心环节, 资源配置效率直接关系到企业的盈利能力与市场竞争力 (Wang & Zhuang, 2023; Xu et al., 2018)。合理的资源配置有助于企业把握投资机会, 实现可持续发展; 而资源错配无论表现为过度投资还是投资不足, 都会降低企业绩效。研究显示, 企业在非理性投资环境下容易错失优质项目或在低效项目上持续投入, 形成系统性绩效下滑 (Cai, 2010; Yao, 2023)。此外, 资本市场信息不对称和管理者乐观偏误也会进一步加剧资源配置的低效率。过度自信的管理者更倾向于盲目扩张和维持无效投资, 忽视项目信息中的负面信号, 从而通过错误的资源配置行为抑制企业绩效。Heaton (2002) 的模型指出, 这种认知偏差既可能引发投资过度, 也可能导致投资不足, 其本质是偏离了价值最大化的投资准则。相关实证研究 (Wang et al., 2023a; Wu & Zheng, 2017) 也证实了资源配置效率对企业绩效的中介影响路径。综合现有研究可知, 管理者过度自信这一心理特征会依靠引发资源错配行为, 对企业投资绩效产生负面影响, 形成“过度自信——资源错配——绩效抑制”的作用链条。资源错配为管理者过度自信影响跨国企业投资绩效搭建了一座桥梁。因此, 本文提出如下假设:

H2: 资源错配在管理者过度自信与企业跨国投资绩效的关系间存在中介作用



制度距离是跨国投资研究中的核心变量之一，主要反映母国与东道国在制度结构与运行机制上的差异。根据制度理论、交易成本理论与资源基础观 (Wu et al., 2019)，该概念逐步被制度三维模型所深化。Scott (1995) 则提出由规则性（管制性）、规范性与认知性三支柱构成的制度结构框架。Xu 和 Shenkar (2002) 进一步将制度距离细化为管制距离、规范距离与认知距离。出于操作性与可比性考虑，本文采用学界常用的“正式制度距离——非正式制度距离”二维框架 (Li et al., 2020; Li & Xiao, 2017)，以衡量制度差异对企业跨国投资绩效的影响。正式制度距离通常涵盖法律、监管、产权保护、金融环境等方面的差异，是影响企业进入策略与绩效表现的重要因素。实证研究普遍表明，正式制度差异会增加外资企业的进入成本、合规风险与运营难度，从而抑制投资绩效 (Aguilera-Caracuel et al., 2013; Du & Boateng, 2015; Cezar & Escobar, 2015)。制度差异还会加剧信息不对称与合法性缺失，提升交易成本并影响资源整合效果 (Rottig & Reus, 2009)。Yan (2011) 指出，制度多样性源自各国制度变迁路径的差异，导致合同协调成本升高、合作障碍增加。不过，也有研究发现制度距离具有“套利效应”。Stahl 和 Tung (2015) 提出跨国企业可通过制度套利获取外部资源、规避母国制度约束，从而提升绩效 (Thomé et al., 2017)。因此，正式制度距离既可能是障碍，也可能构成战略性机会，其作用效果可能因东道国制度特征、投资动机等因素而异。正式制度差异不仅带来制度适应的挑战，也引发外资企业在东道国合法性获取的困难 (Pattnaik et al., 2015; Liu, 2016)。东道国法律体系的复杂性和政府干预强度可能抑制外企的经营自主性，降低其投资意愿。组织为在特定制度环境中生存，往往会表现出制度同构 (Institutional Isomorphism) 行为。具体而言，正式制度距离越大，外资企业在东道国面临的强制性同构、规范性同构、以及模仿性同构压力越强 (Wu & Zhang, 2019)。这种同构性行为，虽然有助于企业融入本地市场，但同时也可能抑制管理者的战略自主性与主观判断空间，尤其当管理者存在过度自信倾向时，其主动性与判断偏差被制度适应压力所钳制，进而弱化了过度自信对绩效的负向影响。因此，本文提出以下假设：

**H3：正式制度距离对管理者过度自信与跨国投资绩效之间的关系具有负向调节作用**

非正式制度距离体现为语言、文化、价值观念、宗教信仰等方面的差异，通常不易量化，但对跨国经营的整合与绩效表现影响深远 (Ang et al., 2015)。研究表明，非正式制度差异往往增加企业在资源整合、组织协调、人员管理等方面的摩擦成本，影响并购整合与长期协同 (Li et al., 2016)。文化距离作为非正式制度距离的代理变量，研究早期即关注其对跨国绩效的影响。然而，过度自信型管理者由于认知偏差，往往高估自身理解复杂文化信息的能力，而低估文化冲突与制度摩擦带来的风险。在文化距离较大的投资情境中，这种偏差效应被进一步放大，表现为战略判断失误、资源配置失衡与组织适应失败 (Cuervo-Cazurra & Genc, 2008)。此外，文化距离也显著干扰了企业对本地人才、知识与制度资源的识别与整合能力，从而削弱了投资绩效。相反，在文化距离较低的环境中，规则、语言与经营逻辑趋于同质，企业的进入障碍

较小,管理者即便存在一定程度的过度自信,其行为后果也较易被吸收或修正,风险相对可控,甚至可能带来先发优势 (Li & Tang, 2010)。因此,本文提出以下假设:

H4: 文化距离对管理者过度自信与企业跨国投资绩效之间的关系具有负向调节作用

对于文献综述的研究,先前已经有了大量有关管理者过度自信与公司绩效,中国对外直接投资绩效,以及制度距离对外直接投资绩效的影响。本文聚焦跨国投资,从跨国投资的视角来分析投资绩效。本研究的创新之处主要有以下两点:首先,在理论模型构建方面,以管理者过度自信为核心,构建包含资源错配中介效应与制度距离调节效应的分析框架,揭示其通过资源配置路径影响跨国绩效的机制,并刻画制度环境差异在其中的调节作用,推动行为金融学与高阶梯队理论在国际化战略研究中的交叉融合。其次,在制度距离维度拓展方面,本文突破以往聚焦于正式制度或文化差异的单一视角,进一步引入语言、价值观等深层次制度差异,构建更具多维性的制度距离测度体系,系统考察其对“管理者过度自信——跨国投资绩效”关系的调节作用。该设计不仅丰富了制度距离调节效应的理论内涵,还揭示了不同制度维度对管理者认知偏差影响机制的异质性,为理解外部制度环境如何塑造高管行为提供了更具解释力的视角。同时,本研究为企业在制定国际化战略时提供实践启示,强调应综合考虑东道国多维制度环境,以实现更优的高管行为引导与市场选择。本文的研究模型图如图 1 所示:

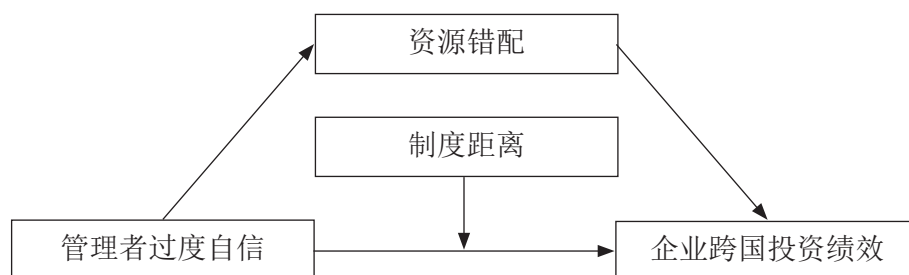


图 1 研究模型

数据来源: 作者编绘

## 研究方法

### 1. 数据来源与样本选择

本文以 2016-2022 年中国沪深 A 股上市公司为研究基础,实证检验了管理者过度自信与跨国企业投资绩效的实证关系。研究所涉及的所有财务数据来源于国泰安数据库 (CSMAR)。另外,为了保证数据的有效性,依照以下标准对原始数据进行了筛选:剔除金融行业企业样本、剔除存在缺失值的上市公司样本、剔除样本期间被 ST 或 \*ST 的公司样本。最终获取有效样本数量为 5028 个,本文所有数据的整理、计算与回归过程中所使用的软件为 Stata 17.0。

## 2. 变量定义和测量

### 2.1 被解释变量

被解释变量为企业跨国投资绩效。基于对外直接投资动机市场寻求与效率寻求决定绩效评价导向的理论基础,本研究选择海外子公司净资产收益率(Return on Equity)作为衡量跨国投资绩效的核心指标,探究管理者过度自信的影响。对于该指标,借鉴 Chen (2014)、Zhang et al. (2022) 的研究,采用企业海外子公司净资产收益率作为代理变量。

### 2.2 解释变量

管理者过度自信(Managerial Overconfidence)为解释变量。如何衡量管理者过度自信是一个非常困难的事情。从上个世纪末开始,一些研究者就此进行了大胆的研究探索,提出了一些代理变量,本研究根据上文总结,主要有以下九种:1) 管理者持股状况(Malmendier & Tate, 2008; Wang et al., 2017); 2) 管理者业绩预告偏差或盈余预测偏差(Lin et al., 2005; Jiang et al., 2009); 3) 管理者实施并购次数; 4) 主流媒体对管理者的评价(Brown & Sarma, 2007; Sun & Zhao, 2014); 5) 管理者相对薪酬(Jiang et al., 2009); 6) CEO 是否为创业者; 7) 消费者情绪指数; 8) 企业景气指数(Oliver, 2005); 9) 管理者特质赋值打分法(Wei, 2018)。本文依据高阶梯队理论,高层管理者的人口统计学特征是其内在心理特质(过度自信)的有效代理变量,进而影响战略决策与企业绩效(Hambrick & Mason, 1984)。针对过度自信这一关键特质难以直接观测的挑战,并充分考虑中国独特的制度背景,比如国企治理结构、对学历和权威的重视等,我们分别采用管理者特质赋值打分法,管理者持股变化情况作为管理者过度自信的替代变量,并把解释变量替换为上市公司盈余预告偏差和管理者薪酬集中度进行稳健性检验。

### 2.3 中介变量

资源错配现象作为中介变量,在投资效率研究领域占据着关键位置, Richardson (2006) 提出的创新性计量方法,是从回归残差方面进行测度,该模型指出企业存在由增长机会、前期财务杠杆、现金持有量、企业存续年限、规模以及资源配置状况共同决定的理想投资规模,当实际投资偏离这个最优水平时就会产生资源错配效应,本研究运用 Richardson (2006) 提出的计量框架,依靠计算企业实际投资额与基于正常资本投资水平估算模型所得到的预测值之间的回归残差,达成对资源错配程度的量化评估,此指标可同时反映投资不足和过度投资这两种非效率投资状态。

### 2.4 调节变量

调节变量为制度距离,国家之间制度环境差异被界定为制度距离。现有研究在制度距离的分类标准和变量测量维度上存在差异,但都不尽相同。本文采取了制度距离的两个维度来细分制度距离为正式制度距离和非正式制度距离。本文采用 Kogut 和 Singh (1988) 正式制度距离的指标世界银行的全球治理指数(Worldwide Governance Indicators, WGI),包括六个维度:

腐败控制、政府效率、政治稳定性、监管质量、法制规范性和民主权利，反映了一国政府的可靠性、司法的公正性和人民的权力保障程度，采用 K-S 方法测算；

当前国际上的研究普遍把 Hofstede (1980) 所提出的国家文化维度理论当作测量非正式制度距离的关键指标，这个指标体系借助权利距离、个人主义倾向、男性化特质、不确定性规避程度、长期导向性以及宽容度这六个核心维度，达成跨国文化特征的量化呈现，每个维度的评分范围设定在 0 到 100 分之间，这里面 100 分表示该维度特征最为突出，依据这个量化框架，国际商务研究领域一般运用 K-S 公式来测算文化距离，把它当作非正式制度距离的有效替代变量，达成文化差异程度的科学评估。

2.5 控制变量

对于控制变量的选取中国外相关文献中都不完全一样，但是基本要素不尽相同，本文在借鉴前人研究的基础上，并结合本研究的需要，分别从企业层面和公司治理层面选取控制变量，分别为：公司规模、公司成长性、资产收益率、董事会规模、第一大股东持股比例，年份虚拟变量。

本文各变量的相关定义及度量如表 1 所示。

表 1 变量及度量方法说明

变量类别	变量名称	符号	变量衡量
被解释变量	跨国投资绩效（海外子公司净资产收益率）	ROE	净资产收益率是公司税后利润除以净资产得到的百分比率
解释变量	管理层过度自信	MOC <sub>1</sub>	管理者持有公司股票变化情况，增持本企业股票，增加不是因红股和业绩股的管理者为过度自信，取值为 1，否则为 0
		MOC <sub>2</sub>	赋值打分法，四个指标性别、年龄、受教育程度、两职合一综合打分计算，若管理者过度自信为 1，否则为 0
中介变量	资源错配	INE	用模型计算的残差的绝对值来衡量 INE，该数值越大代表企业资源配置效率越低，资源错配程度越严重
调节变量	正式制度距离（制度距离）	ID	世界银行世界治理指数数据库六个维度的指标比较系统地反映了各国政府治理环境的质量
	非正式制度距离（文化距离）	CD	Hofstede (1980) 数据库最新提供的六个文化维度得分，计算两国之间的文化距离，重点考察与东道国非正式制度环境差异



表 1 变量及度量方法说明（续表）

变量类别	变量名称	符号	变量衡量
控制变量	公司规模	Size	并购前一年的公司总资产的自然对数
	资产收益率	Lev	期末负债总额 / 期末资产总额
	公司成长性	Growth	（本年营业收入 - 上年营业收入） / 上年营业收入
	董事会规模	Board	公司董事总人数
	第一大股东持股比例	Top1	收购公司并购前一年第一大股东持股份额/全体股东持股份额
	年份	Year	样本时间跨度为 7 年，设置了 6 个年度哑变量

数据来源：作者整理

3. 模型设计

本文构造了 5 个基础模型。其中，模型（1）主要检验管理者过度自信对企业跨国投资绩效的影响，核心关注  $a_1$  的符号与显著性，如果  $a_1$  显著为负，则说明管理者过度自信对跨国企业投资绩效具有负面影响。为了深入探寻企业管理层存在的过度自信这种认知偏差，对于企业跨国经营绩效所产生的作用机制，在本研究中，依据理论分析框架构建了计量经济模型（2）-（3）。其中，INE 为中介变量，模型（2）主要检验管理者过度自信 MOC 与资源错配 INE 的关系，模型（3）主要检验管理者过度自信、资源错配对于被解释变量企业跨国投资绩效的影响。对于资源错配指标（INE），借鉴 Richardson (2006) 模型得出的回归残差绝对值，绝对值越大，投资效率越低，资源错配程度越严重。模型（4）主要检验正式制度距离的调节效应，主要关注 MOC\*ID 指标的回归系数  $d_3$  的符号与显著性；模型（5）主要检验非正式制度距离的调节效应，以非正式制度文化距离（CD），主要关注 MOC\*CD 指标的回归系数  $e_3$  的符号与显著性。三个模型中， $i$  表示每一家企业， $t$  表示每一年， $\varepsilon$  表示残差。

$$ROE_{i,t} = a_0 + a_1MOC_{i,t} + a_2Size_{i,t} + a_3Lev_{i,t} + a_4Cashflow_{i,t} + a_5Growth_{i,t} + a_6Board_{i,t} + a_7Indep_{i,t} + a_8Top1_{i,t} + a_9SOE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

(1)

$$INE_{i,t} = b_0 + b_1MOC_{i,t} + b_2Size_{i,t} + b_3Lev_{i,t} + b_4Cashflow_{i,t} + b_5Growth_{i,t} + b_6Board_{i,t} + b_7Indep_{i,t} + b_8Top1_{i,t} + b_9SOE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

(2)

$$ROE_{i,t} = c_0 + c_1MOC_{i,t} + c_2INE_{i,t} + c_3Size_{i,t} + c_4Lev_{i,t} + c_5Cashflow_{i,t} + c_6Growth_{i,t} + c_7Board_{i,t} + c_8Indep_{i,t} + c_9Top1_{i,t} + c_{10}SOE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

(3)

$$ROE_{i,t} = d_0 + d_1MOC_{i,t} + d_2ID_{i,t} + d_3MOC_{i,t} * ID_{i,t} + d_4Size_{i,t} + d_5Lev_{i,t} + d_6Cashflow_{i,t} + d_7Growth_{i,t} + d_8Board_{i,t} + d_9Indep_{i,t} + d_{10}Top1_{i,t} + d_{11}SOE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

(4)

$$ROE_{i,t} = e_0 + e_1 MOC_{i,t} + e_2 CD_{i,t} + e_3 MOC_{i,t} * CD_{i,t} + e_4 Size_{i,t} + e_5 Lev_{i,t} + e_6 Cashflow_{i,t} + e_7 Growth_{i,t} + e_8 Board_{i,t} + e_9 Indep_{i,t} + e_{10} Top1_{i,t} + e_{11} SOE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

## 研究结果

### 1. 描述性统计

根据统计结果来看,被解释变量企业跨国投资绩效的最大值为 0.248,最小值为 -0.892;解释变量管理者过度自信  $MOC_1$  的平均值为 0.106,  $MOC_2$  的平均值为 0.662。对于调节变量,正式制度距离 ID 的平均值为 3.679,非正式制度距离 CD 的平均值为 3.244,中介变量资源错配 INE 的最大值 0.311,最小值 0.001。实证分析得出的结果显示,在本研究里,核心解释变量、被解释变量以及控制变量的观测值都处在合理的分布范围之内,没有检测到异常值问题。

表 2 描述性统计

N/A	样本	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
ROE	5028	-0.071	0.261	0.000	-0.892	0.248
$MOC_1$	5028	0.106	0.308	0.000	0.000	1.000
$MOC_2$	5028	0.662	0.150	0.639	0.293	0.933
ID	5028	3.679	1.346	4.119	0.687	5.669
CD	5028	3.244	1.398	4.095	0.331	5.058
INE	5028	0.046	0.056	0.027	0.001	0.311
Size	5028	22.263	1.169	22.089	20.216	25.929
Lev	5028	0.422	0.185	0.423	0.068	0.871
Growth	5028	0.178	0.365	0.122	-0.660	4.330
Board	5028	2.130	0.188	2.197	1.609	2.639
Top1	5028	0.348	0.146	0.329	0.090	0.729

### 2. 相关性分析

根据分析结果来看,解释变量管理者过度自信  $MOC_1$  与被解释变量跨国公司绩效 ROE 的相关系数值为 -0.005,需要进一步回归分析;解释变量管理者过度自信  $MOC_2$  与被解释变量跨国公司绩效 ROE 的相关系数值为 -0.056,在 1% 的水平显著,说明两者具有显著的负向相关关系。正式制度距离 ID 与跨国公司绩效的相关系数值为 -0.093,文化距离 CD 与跨国公司绩效的相关系数值为 -0.051,均通过了显著性检验。资源错配 INE 与管理者过度自信  $MOC_1$  的相关系数值为 0.006,实证分析得出的结果说明,资源错配和管理者过度自信之间呈现出正相关关系,

并且这种关系较为明显，然而资源错配与跨国投资绩效的相关性却相对没那么强，此发现有待后续回归分析做的验证，经由对表 3 里各变量间相关系数展开考察可发现，自变量和控制变量之间的相关系数绝对值都处在较低的水平，这意味着模型中出现多重共线性问题的可能性比较小，各变量可一同纳入多元回归模型来开展综合分析。

表 3 相关性分析

N/A	ROE	MOC <sub>1</sub>	MOC <sub>2</sub>	ID	CD	INE	Size	Lev	Growth	Board	Top1
ROE	1										
MOC <sub>1</sub>	-0.005	1									
MOC <sub>2</sub>	-0.056***	0.096***	1								
ID	-0.093***	0.010	0.073***	1							
CD	-0.051***	-0.005	0.022	0.740***	1						
INE	0.014	0.006	0.038**	0.046***	-0.018	1					
Size	0.132***	-0.040***	-0.024*	0.012	-0.034**	-0.071***	1				
Lev	0.070***	-0.092***	-0.075***	-0.005	-0.020	0.015	0.543***	1			
Growth	0.032**	-0.011	0.041***	0.031**	-0.015	0.293***	0.050***	0.014	1		
Board	0.042***	-0.031**	-0.105***	0.001	-0.010	-0.069***	0.170***	0.139***	-0.063***	1	
Top1	0.033**	-0.054***	-0.073***	-0.010	-0.010	-0.030*	0.156***	0.087***	0.009	-0.087***	1

3. 回归分析

3.1 主效应的回归结果

根据回归结果来看，表 4 中管理者过度自信的代理变量管理者持有公司股票变化情况 MOC<sub>1</sub> 的回归系数值为 -0.003，在 5% 水平显著；其中表 5 中管理者过度自信的代理变量管理者个人特征 MOC<sub>2</sub> 与跨国企业投资绩效 ROE 的关系，MOC<sub>2</sub> 的回归系数值为 -0.086，在 1% 水平显著。以上结果充分说明，管理者过度自信将对跨国企业投资绩效产生负向影响。管理者的自信程度可能会影响他们的决策和行为。那些存在过度自信情况的管理者，大多时候会对自身以及企业的实际实力形成不符合实际状况的评估，他们还比较容易忽略掉外部环境当中存在的不确定因素以及潜在的风险。在跨国企业投资中，由于涉及到不同国家的文化、法律和市场等方面的差异，这增加了跨国投资的风险和不确定性。如果管理者过度自信，他们可能会忽略这些风险并将投资决策建立在个人判断和偏见上，而不是基于客观数据和分析结果。这种决策方式可能导致企业在跨国投资中出现错误的决策，进而影响绩效和投资回报率。

### 3.2 调节效应的检验

根据表 4、表 5 中调节变量正式制度距离 ID 和非正式制度距离 CD 与管理者过度自信 MOC 的交互项数值的调节效应结果。MOC<sub>1</sub>\*ID 的回归系数值为 0.014，在 5% 水平上显著；MOC<sub>2</sub>\*ID 的回归系数值为 0.030，在 10% 水平上显著。以上结果充分说明，正式制度距离将会抑制管理者过度自信对跨国企业投资绩效的负面影响。正式制度通过规则约束、风险管理机制和信息透明化，有效抑制管理者过度自信带来的负面影响。规范的决策流程、完善的风控体系以及强制的信息披露要求，有助于管理者更理性地评估投资环境，从而减少盲目扩张与资源浪费，提升跨国投资绩效。当文化距离作为非正式制度距离的代理变量时，MOC<sub>1</sub>\*CD 的回归系数值为 0.017，在 5% 水平上显著；MOC<sub>2</sub>\*CD 的回归系数值为 0.030，在 10% 水平上显著。以上结果充分说明，非正式制度距离将会抑制管理者过度自信对跨国企业投资绩效的负面影响。非正式制度，尤其是文化价值观，如谦逊、批判思维、团队合作与问责机制，能在组织氛围中弱化管理者的过度自信倾向。通过强化风险意识与集体协作，非正式制度有助于提高管理者的判断质量与责任感，从而缓解过度自信对跨国投资绩效的冲击。

表 4 基准回归结果 (MOC<sub>1</sub>)

N/A	(1) ROE	(2) ROE 制度距离	(3) ROE 文化距离
MOC <sub>1</sub>	-0.003**	-0.006*	-0.005**
ID		0.010*	
MOC <sub>1</sub> *ID		0.014**	
CD			0.003
MOC <sub>1</sub> *CD			0.017**
Size	0.026***	0.026***	0.025***
Lev	-0.002	-0.010	-0.006
Growth	0.023**	0.026***	0.023**
Board	0.003	0.002	0.000
Top1	0.013	0.004	0.009
_cons	-0.623***	-0.558***	-0.591***
Observations	5027	5027	5027
R-squared	0.021	0.032	0.024



表 5 基准回归结果 ( $MOC_2$ )

N/A	(1) ROE	(2) ROE 制度距离	(4) ROE 文化距离
$MOC_2$	-0.086***	-0.184***	-0.180***
ID		-0.038***	
$MOC_2 * ID$		0.030*	
CD			-0.028**
$MOC_2 * CD$			0.030*
Size	0.026***	0.026***	0.026***
Lev	-0.010	-0.013	-0.010
Growth	0.024**	0.026***	0.023**
Board	-0.001	0.001	0.001
Top1	0.006	0.002	0.004
_cons	-0.572***	-0.439***	-0.474***
Observations	5027	5027	5027
R-squared	0.023	0.033	0.026

### 3.3 中介效应

根据表 6、表 7 给出了基于资源错配的中介效应结果。管理者过度自信  $MOC_1$  对于非效率投资的回归系数值为 0.001，对于投资过度的回归系数值为 0.008，对于投资不足的回归系数值为 0.016；管理者过度自信  $MOC_2$  对于非效率投资的回归系数值为 0.023，对于投资过度的回归系数值为 0.020，对于投资不足的回归系数值为 0.039，说明管理者过度自信将导致企业资源错配行为。管理者过度自信  $MOC_1$  对于被解释变量企业跨国投资绩效 ROE 的回归系数值为 -0.016，INE 指标对于 ROE 的回归系数值为 -0.110；管理者过度自信  $MOC_2$  对于被解释变量企业跨国投资绩效 ROE 的回归系数值为 -0.125，INE 指标对于 ROE 的回归系数值为 -0.205，充分说明资源错配在企业管理者过度自信与跨国企业投资绩效之间发挥中介效应。管理者过度自信往往高估自身判断力，低估市场变化和外部风险，导致战略偏差和资源错配。一方面，他们可能盲目推动多元化战略，进入与核心业务无关的领域，分散资源、削弱竞争力；另一方面，易高估市场前景，导致投资过度或周期过长，降低投资回报率。同时，对风险控制不足，也会使企业承担更大的不确定性和损失。这些行为共同抑制了跨国投资的整体绩效。

表 6 影响机理检验：资源错配的机理效应（MOC<sub>1</sub>）

N/A	(1) INE 非效率投资	(2) INE 投资过度	(3) INE 投资不足	(4) ROE -
MOC <sub>1</sub>	0.001**	0.008***	0.016***	-0.016*
INE				-0.110*
Size	-0.005***	-0.005***	-0.005**	0.024***
Lev	0.027***	0.014**	0.041***	-0.023
Growth	0.043***	0.019***	0.060***	0.016
Board	-0.007	-0.002	-0.015	0.001
Top1	-0.003	-0.004	-0.004	0.023
_cons	0.149***	0.141***	0.188***	-0.596***
Observations	4012	2319	1693	4012
R-squared	0.104	0.068	0.149	0.021

表 7 影响机理检验：基于资源错配的机理效应（MOC<sub>2</sub>）

N/A	(1) INE 非效率投资	(2) INE 投资过度	(3) INE 投资不足	(4) ROE -
MOC <sub>2</sub>	0.023**	0.020**	0.039**	-0.125***
INE				-0.205**
Size	-0.005***	-0.008***	-0.003	0.028***
Lev	0.044***	0.029***	0.068***	-0.115***
Growth	0.051***	0.026***	0.069***	0.019
Board	-0.002	0.006	-0.006	0.050
Top1	0.010	-0.003	0.028*	-0.019
_cons	0.105**	0.139***	0.093	-0.695***
Observations	1879	1110	769	1879
R-squared	0.142	0.114	0.212	0.034

## 4. 稳定性检验

### 4.1 替换解释变量

本研究为了验证结论的稳健程度,挑选上市公司盈余预告偏差以及薪酬集中度当作衡量管理者过度自信的关键解释变量,把它们和被解释变量做回归分析,实证结果显示,不管有没有引入控制变量,也不管是采用一元回归模型还是多元回归模型,核心解释变量的回归系数都呈现出正向的统计较大性。

### 4.2 工具变量法

为识别解释变量和被解释变量之间潜在双向因果关系引发的内生性问题,本研究运用两阶段工具变量法进行系统检验,在实证分析时,选取管理者过度自信程度以及上市公司盈余预告偏差当作薪酬集中度的工具变量。这一系列实证结果说明,本研究样本中解释变量与被解释变量之间不存在较大双向因果关系,有效排除了内生性问题的干扰。

## 讨论

本研究基于认知偏差理论和国际投资理论,系统检验了管理者过度自信对企业跨国投资绩效的影响机制。通过对中国上市企业的实证分析,结果揭示了以下几点:

### 1. 主效应:管理者过度自信对跨国投资绩效具有显著负向影响。

过度自信的管理者倾向于高估自身能力、低估外部风险,从而在跨国投资中做出过于激进的决策。尤其是在东道国法律制度复杂、市场不确定性高的情境下,这种认知偏差更容易放大投资失败的可能性。例如,一些企业在并购境外资产时,未能充分评估制度合规和文化整合风险,导致整合成本超预期,从而削弱了投资绩效。该结果不仅印证了过度自信的风险性,也提醒企业应在跨国投资决策环节建立更加严格的风险审查机制。

### 2. 中介效应:资源错配在过度自信与投资绩效之间发挥了显著中介作用。

进一步分析发现,过度自信的管理者更容易出现两类资源错配:其一是“投资过度”,即过度扩张和跨界投资,导致资金链紧张、投资效率下降;其二是“投资不足”,即忽视必要的配套资源投入,造成项目推进受阻。表6与表7的结果表明,这两类资源错配在不同程度上削弱了投资绩效,尤其是投资过度的负面效应更为显著。这说明,资源配置效率是连接管理者认知偏差与投资结果的关键环节。

### 3. 调节效应:制度距离对过度自信与跨国投资绩效关系具有显著调节作用。

具体而言,正式制度距离越大,企业面临的法律、合规和信息披露要求越严格,过度自信行为受到一定抑制,但在适应不良时可能放大损失;非正式制度距离越大,文化差异、社会规范差异更容易引发认知误判,加剧过度自信的负面影响。例如,中国企业在进入欧美市场时,往往低估文化差异带来的整合难度,这种制度距离与管理者过度自信的叠加效应显著降低了投

资绩效。该发现提示企业在跨国投资前应充分评估制度环境，采取“制度适应”与“文化整合”双重策略。

表 8 管理者过度自信对跨国投资绩效的影响路径总结

路径类型	变量关系	结果结论	影响方向	显著性
主效应	管理者过度自信 → 跨国投资绩效	存在显著影响	负向影响	显著
中介效应	管理者过度自信 → 资源错配 → 投资绩效	中介效应成立，资源错配起中介作用	负向间接影响	显著
调节效应 (正式制度)	制度距离 × 管理者过度自信 → 投资绩效	对管理者行为产生抑制负向影响效应	负向调节	显著
调节效应 (非正式制度)	文化距离 × 管理者过度自信 → 投资绩效	加剧认知偏差负效应	负向调节	显著

整体而言，本研究通过揭示过度自信——资源错配——跨国投资绩效的内在逻辑链条，丰富了管理者认知偏差与国际经营绩效的理论研究。同时，结果对企业实践具有启示意义：一方面，应加强对高管过度自信的甄别与约束；另一方面，应通过优化资源配置与跨国风险管理来缓解认知偏差的不利影响。

总结

本研究基于 2016-2022 年中国沪深 A 股上市公司数据，结合行为金融学、高阶梯队理论、资源基础观与制度理论，系统探讨了管理者过度自信对企业跨国投资绩效的影响机制，得出以下主要结论：

1. 管理者过度自信作为认知偏差中的负向核心特质，会在跨国投资决策中持续性地发挥负向主导作用，进而系统性损害投资绩效。该认知偏差促使管理者在跨国投资中高估自身能力、低估风险，从而偏离最优决策路径，造成投资绩效下降，结论在多种稳健性与内生性检验下均成立。
2. 管理者过度自信显著提高了企业发生资源错配的概率，具体表现为非理性的过度投资或投资不足。这种资源配置失衡进一步对企业的跨国投资绩效造成了显著的负面影响。构成“过度自信——资源错配——绩效下降”的传导机制。
3. 正式制度距离通过增强制度约束力，在一定程度上缓解过度自信的负面影响；而非正式制度距离则放大了管理者的认知偏误，导致投资绩效进一步下滑。制度距离抑制管理者过度自信主观能动性对投资决策的负面影响。



## 建议

本研究局限主要在于：样本以中国企业为主，结论的跨国适用性有待检验；核心变量测量仍有改进空间；制度距离维度间的交互效应尚未深入探讨。未来可拓展研究样本，结合纵向数据与定性研究，进一步揭示管理者认知偏差在国际化过程中的演变路径与影响机制。同时，可考察其他管理者特质的交互效应以及公司治理在其中的调节作用，为理论发展与跨国经营实践提供更全面支持。

## References

- Aguilera-Caracuel, J., Hurtado-Torres, N. E., Aragón-Correa, J. A., & Rugman, A. M. (2013). Differentiated effects of formal and informal institutional distance between countries on the environmental performance of multinational enterprises. *Journal of Business Research*, 66(12), 2657-2665.
- Ang, S. H., Benischke, M. H., & Doh, J. P. (2015). The interactions of institutions on foreign market entry mode. *Strategic Management Journal*, 36(10), 1536-1553.
- Brahma, S., Boateng, A., & Ahmad, S. (2023). Board overconfidence and M&A performance: Evidence from the UK. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 60, 1363-1391.
- Brown, R., & Sarma, N. (2007). CEO overconfidence, CEO dominance and corporate acquisitions. *Journal of Economics and Business*, 59(5), 358-379.
- Cai, J. F. (2010). Inefficient investment, firm performance, and influencing factors. *Finance and Accounting Communications*, (9), 109-117. [in Chinese]
- Cezar, R., & Escobar, O. R. (2015). Institutional distance and foreign direct investment. *Review of World Economics*, 151(4), 713-733.
- Chen, L. M. (2014). Controversy on the relationship between internationalization strategy and firm performance: A review of international studies. *Nankai Business Review*, (5), 112-125. [in Chinese]
- Cuervo-Cazurra, A., & Genc, M. (2008). Transforming disadvantages into advantages: Developing-country MNEs in the least developed countries. *Journal of International Business Studies*, 39(6), 957-979.
- Doukas, J. A., & Petmezas, D. (2007). Acquisitions, overconfident managers and self-attribution bias. *European Financial Management*, 13(3), 531-577.
- Du, M., & Boateng, A. (2015). State ownership, institutional effects and value creation in cross-border mergers & acquisitions by Chinese firms. *International Business Review*, 24(3), 430-442.
- Erdogan, B., & Bauer, T. N. (2009). Perceived overqualification and its outcomes: The moderating role of empowerment. *Journal of Applied Psychology*, 94(2), 557-565.
- Fu, C. X. (2021). Managerial overconfidence, property rights nature, and corporate risk. *Finance and Accounting Learning*, (4), 143-145. [in Chinese]
- Guo, J. M., He, Q., Xin, J., & Liu, J. (2020). Managerial overconfidence and M&A performance: Evidence from China. *International Journal of Banking, Accounting and Finance*, 11(3), 342-360.

- Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9(2), 193-206.
- Heaton, J. B. (2002). Managerial optimism and corporate finance. *Financial Management*, 31(2), 33-45.
- Hofstede, G. (1980). *Culture's consequences: International differences in work-related values*. Sage.
- Jia, W. C., Sun, Y., & Wang, X. F. (2024). Managerial overconfidence, investor sentiment, and debt financing decisions of listed companies. *Finance and Economy*, (2), 12-21. [in Chinese]
- Jiang, F. X., Zhang, M., Lu, Z. F., & Chen, C. (2009). Managerial overconfidence, corporate expansion, and financial distress. *Economic Research Journal*, (1), 131-143. [in Chinese]
- Khelifi, S., & Zouari, G. (2021). The impact of CEO overconfidence on real earnings management: Evidence from M&A transactions. *Accounting and Management Information Systems*, 20(3), 402-424.
- Kogut, B., & Singh, H. (1988). The effect of national culture on the choice of entry mode. *Journal of International Business Studies*, 19(3), 411-432.
- Li, J., & Tang, Y. (2010). CEO hubris and firm risk taking in China: The moderating role of managerial discretion. *Academy of Management Journal*, 53(1), 45-68. [in Chinese]
- Li, J., Li, P., & Wang, B. (2016). Do cross-border acquisitions create value? Evidence from overseas acquisitions by Chinese firms. *International Business Review*, 25(2), 471-483.
- Li, W., Wang, C., Ren, Q., & Zhao, D. (2020). Institutional distance and cross-border M&A performance: A dynamic perspective. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 66, 101207.
- Li, X. C., & Xiao, X. (2017). Institutional escape or innovation-driven? Institutional constraints and private enterprises' outward foreign direct investment. *Management World*, (10), 99-129. [in Chinese]
- Lin, Y., Hu, S., & Chen, M. (2005). Managerial optimism and corporate investment: Some empirical evidence from Taiwan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(5), 523-546.
- Liu, B., & Liang, C. (2017). Board overconfidence and corporate international merger performance. *Economic Management Journal*, 39(12), 73-88. [in Chinese]
- Liu, J. (2016). Legitimization of multinational enterprises in host country markets: A literature review and prospect. *Foreign Economics & Management*, (3), 99-112. [in Chinese]
- Malmendier, U., & Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 20-43.
- Oliver, B. R. (2005). *The impact of management confidence on capital structure*. Australian National University.
- Pattnaik, C., Choe, S., & Singh, D. (2015). Impact of host country institutional context on subsidiary performance. *Management Decision*, 53(1), 198-220.
- Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*, 11, 159-189.
- Rottig, D., & Reus, T. H. (2009). Institutional distance, organizational legitimacy, and the performance of foreign acquisitions in the United States. *Academy of Management Proceedings*, (1), 1-6.

- Scott, W. R. (1995). *Institutions and organizations*. Sage.
- Shi, J. K., Liu, S. L., & Zhang, G. B. (2014). Why do executives frequently initiate mergers and acquisitions: Overconfidence or self-interest? *East China Economic Management*, (12), 84-90. [in Chinese]
- Stahl, G. K., & Tung, R. L. (2015). Towards a more balanced treatment of culture in international business studies: The need for positive cross-cultural scholarship. *Journal of International Business Studies*, 46(4), 391-414.
- Sun, G. G., & Zhao, J. Y. (2014). Differences in property rights, managerial overconfidence, and accounting conservatism. *Accounting Research*, (5), 52-95. [in Chinese]
- Thomé, K. M., Medeiros, J. J., & Hearn, B. A. (2017). Institutional distance and the performance of foreign subsidiaries in Brazilian host market. *International Journal of Emerging Markets*, 12(2), 279-295.
- Tian, X., & Wang, X. M. (2019). Speed of internationalization and firm performance: The impact of executive overconfidence and overseas background. *International Business—Journal of University of International Business and Economics*, (3), 142-156. [in Chinese]
- Wang, C., Zhang, Y., & Liu, J. Q. (2023a). Managerial overconfidence, risk preference, and inefficient investment. *Investment and Entrepreneurship*, (11), 1-3. [in Chinese]
- Wang, H., & Zhuang, Q. (2023). Heterogeneous effects of managerial overconfidence on corporate social responsibility: The moderating role of inefficient investment. *Management Perspective*, (7), 89-95. [in Chinese]
- Wang, X., Zhang, M., & Yu, F. S. (2008). Managerial overconfidence and the distortion of corporate investment behavior. *Nankai Business Review*, (2), 77-83. [in Chinese]
- Wang, Y., Han, Y., Du, Q., & Hou, D. (2023b). Executive overconfidence and corporate environmental, social, and governance performance. *Sustainability*, 15(21), 15570. <https://doi.org/10.3390/su152115570>
- Wang, Y., Wang, T. N., & Zhao, F. (2017). Environmental factors, CEO overconfidence, and IT investment performance. *Management World*, (9), 116-128. [in Chinese]
- Wei, Z. H. (2018). Managerial overconfidence, capital structure, and firm performance. *Industrial Technology & Economy*, (6), 3-12. [in Chinese]
- Wu, C. Q., & Zheng, K. Y. (2017). Managerial overconfidence and inefficient investment in enterprises. *Journal of Hebei University of Economics and Business*, (7), 92-97. [in Chinese]
- Wu, X. J., Tan, X. X., Wang, X. Q., & Deng, P. (2019). International expansion of emerging market multinationals: A knowledge framework and research review. *Nankai Business Review*, (6), 99-199. [in Chinese]
- Wu, X. M., & Zhang, Y. (2019). Does overseas M&A enhance industrial technological innovation performance? The dual moderating effect of institutional distance. *Nankai Business Review*, (1), 4-16. [in Chinese]

- Xu, D., & Shenkar, O. (2002). Institutional distance and the multinational enterprise. *Academy of Management Review*, 27(4), 608-618. [in Chinese]
- Xu, F. J., Zhong, Y. H., & Zhang, H. J. (2018). The impact of ownership concentration on firm performance: From the perspective of inefficient investment. *Finance and Accounting Communications*, (7), 37-42. [in Chinese]
- Xu, Z. W. (2013). An empirical analysis of managerial overconfidence leading to overinvestment: Evidence from listed manufacturing firms in China, 2008-2011. *Finance and Economics Science*, (9), 7-9. [in Chinese]
- Yan, D. Y. (2011). Institutional distance, international experience, and the success or failure of Chinese enterprises' overseas M&A. *Nankai Economic Studies*, (5), 75-97. [in Chinese]
- Yao, S. X. (2023). An empirical study on the impact of inefficient investment on corporate profitability: Based on a fixed-effects model. *Modern Business*, (1), 134-136. [in Chinese]
- Zhang, J. H., Wei, X. J., & Abers, H. (2010). Analysis of factors determining the success or failure of Chinese enterprises' overseas acquisitions. *Management World*, (3), 97-107. [in Chinese]
- Zhang, W., Yue, W. W., Jia, Y., Cheng, B. W., & Yang, Y. (2022). The impact of bilateral diplomatic relations between host and home countries on the overseas investment performance of multinational enterprises—The moderating role of institutional distance and international experience. *Journal of Wuhan University of Technology (Information & Management Engineering Edition)*, (4), 278-285. [in Chinese]



**Name and Surname:** Jie Shen

**Highest Education:** Doctoral Candidate

**Affiliation:** International College, Dhurakij Pundit University, Thailand

**Field of Expertise:** Interdisciplinary Research in Finance and Management