



# 有为高管、过度自信 CEO 与股价崩盘风险 ——合谋观与制衡观

徐 飞<sup>1</sup>, 朱晓艳<sup>2</sup>, 葛靖梓<sup>1</sup>

1 安徽师范大学 经济管理学院, 安徽 芜湖 241000

2 华侨大学 工商管理学院, 福建 泉州 362021

**摘要:** CEO 与管理层属于有机整体,二者既存在制衡关系,又可能发生合谋。根据合谋观,CEO 处于科层结构顶端,容易成为高管团队拉关系、迎合的对象,极大地削弱异质性团队资源多样性的优势,对于过度自信 CEO 非理性行为积极响应。根据制衡观,有为管理者基于自身优势、个体意识以及价值观驱动,尽可能地发挥自己管理才能,避免过度自信 CEO 的非理性行为带来的后果。因此,亟待检验有为高管究竟对过度自信 CEO 与股价崩盘风险之间的关系如何发挥作用。

将过度自信 CEO 与有为高管视为有机整体,将高管团队能力引入 CEO 过度自信与股价崩盘风险关系分析框架,选取 2007 年至 2017 年沪深 A 股上市公司为研究样本,构建多元回归模型,实证检验有为高管和过度自信 CEO 对于股价崩盘风险的影响,探讨有为高管对于过度自信 CEO 究竟是发挥制衡作用还是合谋效应。并从上市公司战略选择、非效率投资、运营效率和管理层权力 4 个维度,识别有为高管和过度自信 CEO 发挥作用的经营环境。

研究表明,过度自信 CEO 会加剧公司股价崩盘风险,而有为高管有助于抑制过度自信 CEO 对于股价崩盘风险的负向影响,验证了有为高管制衡观;CEO 过度自信在进攻型战略下更可能加剧公司股价崩盘风险,相应的,有为高管有助于抑制进攻型战略公司 CEO 过度自信对股价崩盘风险的负向影响;CEO 过度自信在非效率投资公司更可能加剧公司股价崩盘风险,相应的,有为高管有助于抑制非效率投资公司 CEO 过度自信对于股价崩盘风险的负向影响;有为高管在高营运效率公司更能发挥制衡作用,从而高营运效率公司的有为高管更有助于抑制 CEO 过度自信对股价崩盘风险的负向影响;有为高管在管理层权力高的公司更能发挥制衡作用,从而管理层权力高的公司的有为高管更有助于抑制 CEO 过度自信对股价崩盘风险的负向影响。

研究结果丰富了高管团队对于股价崩盘风险影响的研究,构建了过度自信 CEO 与有为高管为整体的理论分析框架。

**关键词:** 有为高管;过度自信 CEO;股价崩盘风险;合谋观;制衡观

**中图分类号:** F272      **文献标识码:** A      **doi:** 10.3969/j.issn.1672-0334.2022.02.012

**文章编号:** 1672-0334(2022)02-0147-14

**收稿日期:** 2020-03-01      **修返日期:** 2020-11-18

**基金项目:** 国家自然科学基金(71903002);安徽省自然科学基金(1908085QG309)

**作者简介:** 徐飞,管理学博士,安徽师范大学经济管理学院副教授,研究方向为公司金融等,代表性学术成果为“投资者理性预期、流动性约束与股价崩盘传染研究”,发表在 2019 年第 6 期《金融研究》,E-mail: xufeil68@ahnu.edu.cn  
朱晓艳,华侨大学工商管理学院博士研究生,研究方向为创新管理等, E-mail: zxyahsf@163.com  
葛靖梓,安徽师范大学经济管理学院硕士研究生,研究方向为财务会计等, E-mail: gjzabcde@163.com

## 引言

股价崩盘事件频发,如1987年美股崩盘、1989年日本股市崩盘、2000年美国NASDAQ泡沫破裂、2008年次贷危机崩盘、2015年A股千股跌停和2020年美股4次熔断等,崩盘已成为实务界和监管部门关心的热点问题<sup>[1]</sup>。JIN et al.<sup>[2]</sup>首次从管理者层面提出股价崩盘解释,即在信息不对称现实背景下,管理层基于自身利益考量而倾向于披露利好信息,隐藏或延迟披露负面信息,累积的负面信息达到顶峰就会集中释放,最终导致股价毫无征兆的崩盘。自从提出高管信息隐藏假说,高管行为与其个体特征成为学者们研究股价崩盘的重要理论出发点。

已有研究分别从CEO过度自信、管理层能力研究股价崩盘风险。有学者发现CEO过度自信会忽视和隐藏非效率投资等负面信息,从而加剧崩盘风险<sup>[3]</sup>;有为高管则有助于提高公司管理有效性,提高信息质量,进而降低股价崩盘风险<sup>[4]</sup>。

然而,CEO和管理层属于有机整体,并非独立存在于公司决策体系中,他们是知识、技能、信息和专长互补的决策系统<sup>[5]</sup>。过度自信CEO既需要管理层服从决策,也需要管理层执行决策。因此,过度自信CEO对于股价崩盘风险的影响势必受管理层影响。但已有研究忽视二者整体效应分析。因此,本研究构建包含CEO过度自信与管理层能力的整体框架,以识别CEO和管理层对于股价崩盘风险的综合影响,并考虑战略选择、投资风格、营运效率和管理层权力的进一步影响。

## 1 相关研究评述

学者们对于股价崩盘开展了广泛研究,先后提出杠杆效应假说、理性泡沫假说、波动率补偿假说和异质信念假说等理论学说。CAMPBELL et al.<sup>[6]</sup>提出的波动率补偿假说认为,无论是好消息还是坏消息都会加大股价波动率,股价波动率会增加投资者风险回报,从而降低公司股价,因此,无消息才是好消息;CHEN et al.<sup>[7]</sup>提出的异质信念假说认为,市场上存在着异质信念投资者,二者存在高度不一致时,看跌投资者更有可能陷入困境,看跌信息在价格中不能完全反映出来,这就加剧了随后交易中暴跌风险。

JIN et al.<sup>[2]</sup>首次从上市公司管理者层面提出股价崩盘解释,即信息不对称使管理层能够以各种理由隐瞒坏信息,如最大化薪酬或职业安全等<sup>[8]</sup>。当囤积的负面信息集中披露时,公司股价毫无征兆暴跌,直至崩盘<sup>[9]</sup>。因此,管理层隐藏假说成为学者们解释股价崩盘风险的重要理论基础<sup>[10]</sup>。

学者们相继从多个维度验证高管信息隐藏可能造成股价崩盘。KHURANA et al.<sup>[11]</sup>验证高管通过收入平滑处理来掩盖负面信息,如低收益项目、资源转移和无效风险控制,最终导致股价崩盘;LI et al.<sup>[12]</sup>验证市场竞争压力会诱导管理层隐瞒负面信息,隐藏信息集中释放将导致股价崩盘;CHEN et al.<sup>[13]</sup>验证随

着国有企业高管层级提升,他们对于负面事件厌恶度增加,最终降低股价崩盘风险。

中国学者的研究表明,随着股票流动性增强,管理层短期业绩压力更大,从而选择隐瞒公司负面信息以迎合短期投资者,最终加剧上市公司股价崩盘风险<sup>[14]</sup>;卖空交易通过提升公司信息透明度和改善公司治理,避免了坏信息集中释放,从而使股价崩盘风险降低<sup>[15]</sup>;从股价崩盘形态看,中国上市公司内部控制评价会加剧未经内控审计公司的“骤然崩盘”<sup>[16]</sup>。

同时,学者们分别检验CEO过度自信和高管团队能力对股价崩盘风险的影响。KIM et al.<sup>[3]</sup>的研究表明,过度自信CEO倾向于高估项目未来现金流量、低估项目损失风险,选择性忽视投资活动中的负面事件,使净现值为负的高风险投资项目得以长期存续,最终加剧公司股价崩盘风险;崔云等<sup>[4]</sup>研究发现,高能力的管理层对公司发展的判断和估计更准确,对公司和行业信息掌握更全面,盈余预测质量更高,相应地公司效率会更高,坏信息也会相对较少,进而降低公司股价崩盘风险。

由于CEO与高管团队是有机整体<sup>[5]</sup>,二者既存在制衡关系,又可能发生合谋<sup>[17]</sup>。因此,有为高管既有可能制衡CEO过度自信进而抑制股价崩盘风险,也有可能强化CEO过度自信而加剧股价崩盘风险,这是亟待检验的现实问题。因此,本研究将过度自信CEO与有为高管视为有机整体,将高管团队能力引入CEO过度自信与股价崩盘风险关系分析框架,探讨有为高管对于过度自信CEO究竟是发挥制衡作用还是合谋效应。

## 2 理论分析和研究假设

### 2.1 CEO过度自信与股价崩盘风险

伴随着行为金融学的发展,学者们对于CEO过度自信影响的研究也越发成熟。过度自信是普遍存在的心理特征,指人们容易高估自己能力,会夸大自己对事态的控制力和对未来的乐观度,又称为优于平均效应<sup>[18]</sup>。CEO因受自身学历、地位和成就等各方面因素影响,更容易存在过度自信。HAMBRICK et al.<sup>[19]</sup>提出的高阶梯队理论,认为公司战略和投资行为等重大决策容易受到CEO特质影响,而过度自信作为典型的CEO特质自然也会影响公司决策和绩效。本研究从战略选择和投资效率两方面阐释CEO过度自信与股价崩盘风险的关系。

(1) 过度自信CEO倾向于进攻型战略从而加剧股价崩盘风险。CEO过度自信是公司多元化战略动因之一,CEO过度自信的公司多元化水平更高<sup>[20]</sup>。CEO过度自信对公司的并购行为产生显著影响,相对于其他管理者,过度自信的CEO更有可能做出并购决策,而且给被收购公司支付更高溢价,最终损害公司价值<sup>[21]</sup>。黄凯迪等<sup>[22]</sup>的研究表明,CEO过度自信水平越高,越倾向于多元化并购。与防御型公司相比,进攻型公司会进行更多的研发和营销活动,因此,其融资需求通常高于防御型公司,更容易陷入财务困

境。进攻型公司的管理层为了满足公司较高的融资需求而隐藏信息的做法会更多,导致未来公司股价崩盘风险也会更大。因此,CEO在多元化经营战略中更可能做出自利行为,牺牲股东利益,最终加剧公司股价崩盘风险<sup>[23]</sup>。

(2) 过度自信 CEO 会加剧非效率投资进而加剧股价崩盘风险。行为金融学将 CEO 过度自信与低效率投资联系起来,这种认知心理偏差会导致过度自信 CEO 忽略有关投资项目中的负面信息,甚至会将净现值为负的高风险项目认为是好项目<sup>[3]</sup>,促使本应终止投资的项目还继续投资,从而使坏项目到期清算时造成股价崩盘<sup>[24]</sup>。CEO 作为最重要的投资决策人,过度自信 CEO 做出的非效率投资决策自然会加剧股价崩盘风险<sup>[25]</sup>。过度自信的心理偏差也会直接影响 CEO 的信息判断和信息披露,妨碍向市场传递坏信息的数量和及时性,这将直接增大股价崩盘风险<sup>[26]</sup>。

综上所述,过度自信的 CEO 倾向多元化战略和非效率投资,以致于披露虚假财务报告掩盖负面信息,最终加剧公司股价崩盘风险<sup>[3]</sup>。因此,本研究提出假设。

H<sub>1</sub> CEO 过度自信会加剧公司股价崩盘风险。

## 2.2 有为高管与股价崩盘风险

高管团队是公司最重要的人才资源,对公司发展起至关重要的作用<sup>[27]</sup>。CEO 作为管理团队中最有权力和最有影响力的个体,对整合管理层行为有最重要的影响<sup>[5]</sup>。其他高管充当着决策者和执行者双重角色,其重要性虽不同于 CEO,但也不容忽视<sup>[28]</sup>。管理层的努力程度关系到公司现金流和 CEO 福利,所以 CEO 在进行公司重大决策时不得不考虑他们的偏好<sup>[29]</sup>。“有为”是管理层和领导者的重要特质<sup>[30-31]</sup>,有为高管是指有管理能力的高管,有为高管对于 CEO 行为影响可能更明显。因此,本研究分别从合谋观和制衡观讨论有为高管对于 CEO 过度自信、股价崩盘风险的进一步影响。

根据合谋观,CEO 与高管之间可能通过不同方式达成“共识”,以损害公司价值<sup>[17]</sup>。CEO 处于科层结构顶端,因而可以对其他高管成员施加影响,通过控制下属行为和资源管理公司,其工作态度和行为等对高管团队产生巨大影响。在当前资本市场制度背景下,中国上市公司高管团队与 CEO 之间存在合谋的制度基础<sup>[17]</sup>。

由于 CEO 的名声和地位更高,容易成为高管团队成员拉关系、迎合的对象,成员不愿提出不合群或批判性的意见,极大削弱了异质性团队资源多样性的优势,不利于提升公司绩效<sup>[32]</sup>。并且由于自我归因属性,即使管理层起初并不过度自信,但 CEO 的过度自信以及自我归因偏差,使能力越强的管理层也将逐渐变得过度自信,从而积极响应过度自信 CEO 的非理性行为,进而加剧股价崩盘风险。基于此,学者们相继发现高管可能与 CEO 达成“默契”,以获得和分享合谋租金,但却损害公司未来业绩,甚至加剧公司股价崩盘风险<sup>[33]</sup>。

基于以上分析,有为高管更有可能与过度自信 CEO 合谋,从而放大过度自信 CEO 非理性行为,最终加剧公司股价崩盘风险。因此,本研究提出假设。

H<sub>2a</sub> 管理层能力会放大 CEO 过度自信对于股价崩盘风险的正向影响。

根据制衡观,高管能够发挥监督 CEO 的作用,通过各种途径改善公司业绩<sup>[17]</sup>。有为管理者基于自身资源优势<sup>[34]</sup>、个体意识和价值观驱动<sup>[35]</sup>,更可能抑制过度自信 CEO 的非理性行为,进而缓解所在公司的股价崩盘风险。

管理者为了获得自身和公司的长期收益,会注重和维护自身职业道德和社会声誉<sup>[36]</sup>。一方面,能力越高的管理者越关注自身职业发展,凭借良好声誉在经理人市场中获得竞争性薪酬和职位晋升等优势。因此,能力较高的管理者作为理性经济人,基于个体声誉和利益考虑,会尽量避免过度自信 CEO 的非理性行为带来的负面后果。另一方面,作为未来 CEO 后备人选,管理层也有监督 CEO 的动机,他们更关注公司长期利益<sup>[37]</sup>。并且,能力越强的管理者越有机会晋升为 CEO。任何一名高管若想成功晋升 CEO,势必会在各自能力范围内履行管理职责,以期在众多竞争者中脱颖而出,正所谓“人各尽其能,竭其力,以得所欲”<sup>[28]</sup>。因此,学者们发现,CEO 倾向于重视既得利益而规避风险,但高管能力可以改善 CEO 薪酬差距影响<sup>[38]</sup>;对内外环境敏感性和适应能力更强的高管团队,在一定程度上促进了 CEO 认识到当前战略中的问题,从而影响 CEO 战略选择<sup>[39]</sup>。并且,过度自信 CEO 做出的非效率投资决策还需要 CFO 等高管团队的执行,管理层固有的战略支持和监督控制职能有助于抑制 CEO 过度自信行为对于股价崩盘风险的影响<sup>[25]</sup>。

基于以上分析,有为高管有可能出于监督职责、社会声誉和晋升动机而制衡过度自信的 CEO,最终降低公司股价崩盘风险。因此,本研究进一步提出竞争性假设。

H<sub>2b</sub> 管理层能力会削弱 CEO 过度自信对于股价崩盘风险的正向影响。

## 3 实证研究设计

### 3.1 样本说明

考虑 2006 年中国会计政策变更影响,本研究选取 2007 年至 2019 年沪深 A 股上市公司为样本。对初始样本做以下处理:剔除数据缺失样本,剔除行业年度数据少于 10 个的样本,对连续变量进行上下 1% 缩尾处理,最终得到有效观测值为 6 260 个。本研究样本的财务数据、非财务数据和股价数据均来自 CSMAR 数据库和万德数据库。

### 3.2 变量测量

#### (1) CEO 过度自信

CEO 过度自信是认知心理学中的术语,是一种校准性偏差,SCHRAND et al.<sup>[40]</sup>认为 CEO 过度自信是一种持续特质。因此,本研究借鉴 KIM et al.<sup>[3]</sup>、SCHR-

AND et al.<sup>[40]</sup> 和余明桂等<sup>[41]</sup> 的研究,从 CEO 投资融资风格和个人特质中推断其过度自信程度。具体测量过程分为两步:

第 1 步,测量以下 5 个子维度得分:

①超额投资 (*Inv*)。因为过度自信的 CEO 更有可能过度投资,更有可能支付过高费用并参与负收益项目并购<sup>[3]</sup>。若公司低效投资水平处于年度行业前四分之一, *Inv* 取值为 1, 否则取值为 0。

②产权比率 (*Cq*)。过度自信的 CEO 往往更倾向于使用债务融资而不是权益融资,并更可能使用持续时间长、无需支付股息的高风险债务<sup>[3]</sup>。若产权比率在年度行业前四分之一, *Cq* 取值为 1, 否则取值为 0。

③年龄 (*Age*)。由于年龄较大的 CEO 知识经验较为丰富,更能正确认识自我、规避风险<sup>[41]</sup>。因此,年龄小的 CEO 更可能过度自信。若 CEO 年龄处于年度行业后四分之一, *Age* 取值为 1, 否则取值为 0。

④学历 (*Edu*)。通常高学历者对自身能力和判断更加坚定,更倾向于过度自信<sup>[40]</sup>。因此,若 CEO 学历为本科以上, *Edu* 取值为 1, 否则取值为 0。

⑤两职合一 (*Dua*)。一般而言,若 CEO 兼任董事长会使其更加相信自己的能力,更可能表现出过度自信<sup>[41]</sup>。因此,若 CEO 兼任董事长, *Dua* 取值为 1, 否则取值为 0。

第 2 步,将以上 5 个子维度得分进行加总,若总分值在 3 分及以上,则被认定为 CEO 过度自信,取值为 1, 否则取值为 0。

具体测量公式为

$$OC = \begin{cases} 1, & \text{if } (Inv + Cq + Age + Edu + Dua) \geq 3 \\ 0, & \text{if } (Inv + Cq + Age + Edu + Dua) < 3 \end{cases}$$

其中, *OC* 为 CEO 过度自信。

(2) 管理层能力

全要素生产率 (total factor productivity, TFP) 反映的并非只是技术水平,它刻画了要素投入转化为产出的总体效率,因此还包含了生产中的知识水平、管理技能、公司治理策略和资源配置能力等诸多因素<sup>[42]</sup>。GIANNETTI et al.<sup>[43]</sup> 研究发现,中国上市公司引进外籍董事能提升管理层智力资本,从而改善公司全要素生产率。全要素生产率也是学者们测量管理能力的重要指标<sup>[44]</sup>。因此,本研究采用上市公司全要素生产率测量公司管理层能力。

本研究借鉴 GIANNETTI et al.<sup>[43]</sup> 的研究,基于残差法计算上市公司的全要素生产率,以表征管理层能力。具体测量过程分为两步:

第 1 步,借鉴 GIANNETTI et al.<sup>[43]</sup> 的研究,构建上市公司投入-产出评价模型,即

$$\ln(Y_{i,T} + 1) = c + c_1 \ln(C_{i,T} + 1) + c_2 \ln(K_{i,T} + 1) + c_3 \ln(S_{i,T} + 1) + c_4 \ln(W_{i,T} + 1) + c_5 \ln(G_{i,T} + 1) + c_6 \ln(F_{i,T} + 1) + \varepsilon \quad (1)$$

其中, *i* 为公司, *T* 为年; *Y<sub>i,T</sub>* 为产出要素,本研究选取营业收入为产出要素; *C<sub>i,T</sub>* 为营业成本, *K<sub>i,T</sub>* 为开发支出, *S<sub>i,T</sub>* 为商誉价值, *W<sub>i,T</sub>* 为无形资产, *G<sub>i,T</sub>* 为固定资产, *F<sub>i,T</sub>* 为销售管理费用,营业成本、开发支出、商誉价值、

无形资产、固定资产和销售管理费用为技术要素; *c* 为常数项; *c<sub>1</sub> ~ c<sub>6</sub>* 为各要素回归系数;  $\varepsilon$  为残差项。为避免零投入或零产出情况,对原始投入产出数据进行加 1 处理。残差项即为公司的全要素生产效率,包括公司各项可观测投入因素带来的预期产出之外的整体绩效,该指标越大表明管理层能力越强<sup>[42]</sup>。

第 2 步,基于样本公司进行回归计算。本研究按照年度和行业进行分组回归,并且剔除样本数不足 10 个的分组,计算出各样本公司各年度全要素生产率,记为 *MA*, 表示管理层能力。

(3) 股价崩盘风险

股价崩盘是股价异常波动的重要指标,主要以股票价格、股票指数收益率及其波动率为基础进行测量。本研究借鉴 KIM et al.<sup>[3]</sup> 的研究,通过市场收益调整模型计算公司股价特有周收益率,即

$$R_{i,t} = a + \beta_1 R_{m,t-2} + \beta_2 R_{m,t-1} + \beta_3 R_{m,t} + \beta_4 R_{m,t+1} + \beta_5 R_{m,t+2} + z_{i,t} \quad (2)$$

其中, *t* 为周, *R<sub>i,t</sub>* 为公司周收益率, *R<sub>m,t</sub>* 为市场周收益率, *z<sub>i,t</sub>* 为不能被市场解释的特有周收益, *a* 为常数项,  $\beta_1 \sim \beta_5$  为不同时期的市场收益率影响系数。本研究假设:公司特有周收益率为 *W<sub>i,t</sub>*,  $W_{i,t} = \ln(1 + z_{i,t})$ 。

借鉴 CHEN et al.<sup>[7]</sup> 的研究,计算公司特有收益率负收益偏态系数,表征公司股价崩盘风险,即

$$Nck_{i,T} = - \frac{n_{i,T}(n_{i,T} - 1)^{\frac{3}{2}} \sum W_{i,t}^3}{(n_{i,T} - 1)(n_{i,T} - 2) (\sum W_{i,t}^2)^{\frac{3}{2}}} \quad (3)$$

其中, *Nck<sub>i,T</sub>* 为公司股价崩盘风险, *n<sub>i,T</sub>* 为 *i* 公司在 *T* 年内的交易周数。 *Nck<sub>i,T</sub>* 反映公司收益负向波动倾向,其值越大,表明 *i* 公司在 *T* 年股价崩盘风险越大。

3.3 模型设计

本研究借鉴 KIM et al.<sup>[3]</sup> 和 KHURANA et al.<sup>[11]</sup> 的研究,构建公司股价崩盘风险检验模型,即

$$Nck_{i,T} = b + b_1 OC_{i,T} + b_2 MA_{i,T} + b_3 OC_{i,T} \cdot MA_{i,T} + \sum b_N CV_{i,T} + \tau_{i,T} + \mu_{i,T} + \lambda \quad (4)$$

其中, *CV<sub>i,T</sub>* 为影响公司股价崩盘风险的控制变量,包括公司特有收益率波动率、平均特有收益率、独立董事比例、会计信息质量、董事会规模、资产规模、资产负债率、总资产报酬率、市场份额、营业现金流比例; *b* 为常数项; *b<sub>1</sub> ~ b<sub>3</sub>* 和 *b<sub>N</sub>* 为回归系数, *N* = 4, 5, ..., 13;  $\tau_{i,T}$  为年度固定效应,  $\mu_{i,T}$  为行业固定效应,  $\lambda$  为残差项。为避免交互项与主效应之间存在多重共线性,本研究对于连续变量 *MA<sub>i,T</sub>* 进行去中心化处理。

(4) 式中, *b<sub>1</sub>* 为 CEO 过度自信对上市公司股价崩盘风险的影响系数,预期其显著为正。 *b<sub>3</sub>* 为管理层能力对 CEO 过度自信影响的进一步调节效应,如果 *b<sub>3</sub>* 显著为正则验证合谋观,即有为高管放大 CEO 过度自信对股价崩盘风险的影响;如果 *b<sub>3</sub>* 显著为负则验证制衡观,即有为高管抑制 CEO 过度自信对股价崩盘风险的影响。表 1 给出本研究主要变量的定义。

表 1 变量定义  
Table 1 Definitions of Variables

变量类别	变量名称	变量符号	变量定义
因变量	股价崩盘风险	<i>Nck</i>	特有收益率负收益偏态系数
自变量	CEO过度自信	<i>OC</i>	3分及以上取值为1, 否则取值为0
	管理层能力	<i>MA</i>	以公司的全要素生产率测量
控制变量	特有收益率波动率	<i>Sig</i>	特有周收益率取标准差
	平均特有收益率	<i>Ret</i>	特有周收益率取平均值
	独立董事比例	<i>Dep</i>	独立董事占董事会人数的比例
	会计信息质量	<i>DA</i>	根据修正的Jones模型计算操控性应计利润
	董事会规模	<i>Bod</i>	董事会总人数
	资产规模	<i>Siz</i>	总资产取对数
	资产负债率	<i>Lev</i>	负债占总资产的比例
	总资产报酬率	<i>Roa</i>	净利润占总资产的比例
	市场份额	<i>Mkt</i>	资产规模占同行业上市公司资产规模的份额
	营业现金流比例	<i>CF</i>	经营活动现金流占营业收入的比例
	年度固定效应	$\tau$	年度虚拟变量
	行业固定效应	$\mu$	行业虚拟变量

表 2 描述性统计结果  
Table 2 Results for Descriptive Statistics

变量	均值	标准差	最小值	最大值
<i>Nck</i>	-0.298	0.632	-2.226	1.366
<i>OC</i>	0.149	0.356	0	1
<i>MA</i>	-0.009	0.172	-1.375	1.400
<i>Sig</i>	0.046	0.016	0.016	0.107
<i>Ret</i>	-0.001	0.001	-0.006	0
<i>Dep</i>	0.370	0.054	0.250	0.600
<i>DA</i>	0.292	0.450	0	1
<i>Bod</i>	10.238	2.688	4	26
<i>Siz</i>	22.328	1.329	19.204	26.990
<i>Lev</i>	0.511	0.197	0.050	0.996
<i>Roa</i>	0.033	0.058	-0.313	0.260
<i>Mkt</i>	0.017	0.015	0.002	0.220
<i>CF</i>	0.140	0.111	-0.809	0.867

## 4 实证检验结果和分析

### 4.1 描述性统计和单变量检验

表 2 给出变量的描述性统计结果, 股价崩盘风险均值为 -0.298, 标准差为 0.632; CEO 过度自信均值为 0.149, 标准差为 0.356; 管理层能力均值为 -0.009, 标准差为 0.172; 特有收益率波动率均值为 0.046, 标准差为 0.016; 平均特有收益率均值为 -0.001, 标准差为 0.001。统计结果表明, 中国上市公司股价崩盘风险差异性较大, 影响因素复杂, 并且中国上市公司的 CEO 过度自信与管理层能力也有一定差异性, 为开展基于 CEO 过度自信和管理层能力相关研究提供基础。其他变量描述性统计结果与已有研究类似, 不再赘述。

表 3 给出主要变量之间的 Pearson 相关性检验结果, 公司股价崩盘风险与 CEO 过度自信在 1% 水平上正相关, 说明 CEO 过度自信水平越高, 公司股价崩盘风险越高,  $H_1$  得到初步验证。同时, 公司股价崩盘风险与管理层能力在 10% 水平上负相关, 表明有为高管有助于抑制股价崩盘风险,  $H_{2b}$  得到初步验证。

表 4 给出股价崩盘风险基于 CEO 是否过度自信、管理层能力是否高于平均水平进行分组的 t 均值检验和 Wilcoxon 秩和检验结果, CEO 过度自信公司的股价崩盘风险在 1% 水平上高于 CEO 非过度自信公司, CEO 过度自信公司与 CEO 非过度自信公司的股

表3 Pearson相关性检验结果  
Table 3 Results for Pearson Correlation Test

变量	<i>Nck</i>	<i>OC</i>	<i>MA</i>	<i>Sig</i>	<i>Ret</i>	<i>Dep</i>
<i>OC</i>	0.060***	1				
<i>MA</i>	-0.021*	-0.012	1			
<i>Sig</i>	-0.046***	0.058***	-0.074***	1		
<i>Ret</i>	0.073***	-0.055***	0.066***	-0.974***	1	
<i>Dep</i>	-0.027**	0.034***	0.011	-0.014	0.005	1
<i>DA</i>	0.027**	0.017	-0.002	0.059***	-0.044***	-0.007

注:\*\*\*为在1%水平上显著,\*\*为在5%水平上显著,\*为在10%水平上显著,下同。

表4 单变量分组检验结果  
Table 4 Results for Single Variable Grouping Test

	t 均值检验			Wilcoxon 秩和检验		
	CEO 过度自信	CEO 非过度自信	t 值	CEO 过度自信	CEO 非过度自信	z 值
全样本	-0.207	-0.313	-4.729***	3 375	3 087	-4.484***
高能力高管	-0.209	-0.302	-2.593***	1 419	1 333	-1.977**
低能力高管	-0.206	-0.322	-4.029***	1 953	1 754	-4.222***

注: Wilcoxon 秩和检验结果为平均秩。

价崩盘风险差异在高能力高管公司更低。初步验证了CEO过度自信会加剧股价崩盘风险,而管理层能力有助于抑制CEO过度自信对股价崩盘风险的影响。

#### 4.2 检验结果和分析

表5给出CEO过度自信与股价崩盘风险的检验结果,模型1和模型2给出基于OLS检验的CEO过度自信与股价崩盘风险之间的关系,模型3和模型4给出基于PSM配对检验的CEO过度自信与股价崩盘风险之间的关系,为达到配对要求,观测值有所减少。4个模型的检验结果表明,CEO过度自信的回归系数均显著为正,说明CEO过度自信显著增加公司股价崩盘风险,  $H_1$  得到验证。

KIM et al.<sup>[3]</sup>的研究表明,过度自信的CEO更可能接受期望收益为负数的高风险项目,从而加剧公司股价崩盘风险。由表5的控制变量可知,特有收益率波动率、平均特有收益率和总资产报酬率显著增加公司股价崩盘风险,资产规模显著降低公司股价崩盘风险,这一结果与KIM et al.<sup>[3]</sup>和徐虹等<sup>[45]</sup>的研究结果一致。

表6给出管理层能力、CEO过度自信与股价崩盘风险之间关系的检验结果,模型5和模型6给出基于OLS检验的CEO过度自信与管理层能力交互对股

价崩盘风险的影响,模型7和模型8给出基于PSM配对检验的CEO过度自信与管理层能力交互对股价崩盘风险的影响,因引入管理层能力指标造成观测值减少。4个模型的检验结果表明,CEO过度自信均显著增加公司股价崩盘风险,在控制公司年度和行业固定效应后,两种检验中  $OC \cdot MA$  的回归系数均显著为负。从回归系数看,管理层能力增加一个标准差,CEO过度自信对于股价崩盘风险的影响降低0.049个单位(由模型4中  $OC \cdot MA$  的回归系数与管理层能力标准差之积得到,后面的计算方法相同)。说明有为高管有助于抑制CEO过度自信对股价崩盘风险的负面影响,从而验证制衡观,  $H_{2b}$  得到验证。

## 5 进一步分析和稳健性检验

### 5.1 公司战略导向

竞争战略是公司指导性纲领和方针,决定公司在市场中的竞争思路<sup>[46]</sup>,公司战略选择与CEO特征具有关联性<sup>[47]</sup>。过度自信的CEO会受到做大做强功利心驱使,更容易倾向于进行多元化经营。CAMERER et al.<sup>[48]</sup>研究发现,企业家对于个人能力往往存在过度自信,更愿意参与多元化商业竞争;刘刚等<sup>[49]</sup>也认为,CEO具有自信特质会更倾向于选择积极的竞争战略。多元化竞争战略会引致更为复杂的委托代

**表 5 CEO 过度自信与股价崩盘风险检验结果**  
Table 5 Test Results for CEO Overconfidence on the Stock Price Crash Risk

	<i>Nck</i>			
	OLS		PSM	
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
<i>OC</i>	0.070*** (2.967)	0.056** (2.367)	0.037* (1.892)	0.036* (1.899)
<i>Sig</i>	13.507*** (5.766)	6.040** (2.501)	15.494*** (6.239)	11.256*** (4.353)
<i>Ret</i>	316.997*** (7.188)	246.043*** (5.685)	370.183*** (7.798)	331.777*** (6.918)
<i>Dep</i>	-0.138 (-0.829)	-0.081 (-0.511)	-0.101 (-0.537)	0.034 (0.187)
<i>DA</i>	0.012 (0.722)	0.026 (1.503)	-0.012 (-0.479)	0.038 (1.412)
<i>Bod</i>	-0.001 (-0.209)	0.003 (0.942)	-0.006 (-1.193)	-0.001 (-0.274)
<i>Siz</i>	-0.061*** (-7.978)	-0.052*** (-5.739)	-0.040*** (-4.477)	-0.038*** (-3.885)
<i>Lev</i>	0.085 (1.607)	0.127** (2.272)	0.102* (1.908)	0.151*** (2.734)
<i>Roa</i>	0.586*** (3.712)	0.469*** (2.934)	0.284** (2.188)	0.215* (1.651)
<i>Mkt</i>	-0.426 (-0.641)	2.064 (0.639)	0.094 (0.112)	1.246 (0.724)
<i>CF</i>	0.240*** (2.957)	0.190** (2.411)	-0.026 (-0.472)	0.010 (0.162)
常数项	0.768*** (4.057)	0.953*** (4.616)	0.379* (1.711)	0.629** (2.569)
年度效应	未控制	控制	未控制	控制
行业效应	未控制	控制	未控制	控制
样本观测值	6 260	6 260	4 786	4 786
调整的 $R^2$	0.037	0.116	0.031	0.075

注: 括号内数据为  $t$  值, 通过报告公司层面聚类稳健标准误控制异方差, 下同。

理问题, 为控股股东实施掏空创造便利。多元化战略也往往带来过度投资问题, 最终加剧上市公司股

**表 6 管理层能力、CEO 过度自信与股价崩盘风险检验结果**

Table 6 Test Results for Management Team Ability, CEO Overconfidence on the Stock Price Crash Risk

	OLS		PSM	
	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8
<i>OC</i>	0.068*** (2.900)	0.053** (2.241)	0.067** (2.463)	0.070*** (2.644)
<i>MA</i>	-0.057 (-0.708)	-0.011 (-0.174)	0.078 (0.684)	0.092 (0.839)
<i>OC·MA</i>	-0.191 (-1.640)	-0.221** (-2.103)	-0.288** (-2.030)	-0.285** (-2.148)
常数项	0.742*** (3.890)	0.949*** (4.615)	0.374 (1.173)	0.549 (1.601)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年度效应	未控制	控制	未控制	控制
行业效应	未控制	控制	未控制	控制
样本观测值	6 260	6 260	2 251	2 251
调整的 $R^2$	0.038	0.117	0.033	0.105

价崩盘风险<sup>[50]</sup>。过度自信的 CEO 选择进攻型战略更容易发生财务舞弊<sup>[51]</sup>, 公司多元化经营战略导致的股价崩盘在资本市场中并不少见<sup>[52]</sup>。

本研究考虑过度自信的 CEO 采取进攻型战略更可能损害公司利益, 从而更可能加剧公司股价崩盘风险, 而有为高管在进攻型战略下更能发挥制衡 CEO 作用。因此, 按照进攻型战略和防御型战略进行分组回归, 进攻型战略是指公司至少在 2 个行业经营, 防御型战略是指公司仅在 1 个行业内经营, 分组检验结果见表 7, 模型 9~模型 12 检验进攻型战略公司的 CEO 过度自信与管理层能力交互对股价崩盘风险的影响, 模型 13~模型 16 检验防御型战略公司的 CEO 过度自信与管理层能力交互对股价崩盘风险的影响。

由表 7 可知, 对进攻型战略公司的检验结果表明, CEO 过度自信显著增加公司股价崩盘风险, 无论是 OLS 检验还是 PSM 配对检验, *OC·MA* 的回归系数均显著为负。进攻型战略公司的管理层能力增加 1 个标准差, CEO 过度自信对股价崩盘风险的影响降低 0.068 个单位。对防御型战略公司的检验结果表明, CEO 过度自信并不会显著增加公司股价崩盘风险, 无论是 OLS 检验还是 PSM 配对检验, *OC·MA* 的回归系数均不显著。

表 7 检验结果表明, CEO 过度自信在进攻型战略下更可能实施损害公司利益的行为, 从而加剧进攻型战略公司股价崩盘风险。相应的, 有为高管有助

表7 基于公司战略导向的分组检验结果  
Table 7 Sub-Sample Test Results for Based on Company Strategic Orientation

	进攻型战略公司				防御型战略公司			
	OLS		PSM		OLS		PSM	
	模型 9	模型 10	模型 11	模型 12	模型 13	模型 14	模型 15	模型 16
<i>OC</i>	0.067* (1.815)	0.077** (2.066)	0.104** (2.417)	0.115*** (2.774)	0.071 (1.132)	0.067 (1.055)	0.078 (1.083)	0.058 (0.787)
<i>MA</i>	0.005 (0.049)	0.019 (0.224)	0.134 (0.824)	0.091 (0.573)	-0.128 (-0.667)	-0.127 (-0.808)	-0.066 (-0.268)	-0.200 (-0.704)
<i>OC·MA</i>	-0.371* (-1.761)	-0.385** (-1.965)	-0.450* (-1.854)	-0.398* (-1.804)	-0.181 (-0.896)	-0.002 (-0.010)	-0.203 (-0.817)	0.062 (0.220)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度效应	未控制	控制	未控制	控制	未控制	控制	未控制	控制
行业效应	未控制	控制	未控制	控制	未控制	控制	未控制	控制
样本观测值	2 906	2 906	1 007	1 007	1 039	1 039	316	316
调整的 $R^2$	0.049	0.134	0.049	0.128	0.016	0.102	-0.016	0.044

于抑制进攻型战略公司 CEO 过度自信对于股价崩盘风险的负面影响,  $H_{2b}$  得到进一步验证。

## 5.2 公司投资风格

CEO 对其自身能力和经营环境的过分乐观估计使其存在过度自信认知偏差<sup>[3]</sup>, 这种认知偏差也是产生过度投资、投资不足和盲目并购等非效率投资行为的重要诱因<sup>[21]</sup>。根据郝颖等<sup>[53]</sup>的研究, 过度自信的 CEO 往往会高估收益、低估风险, 从而导致非效率的投资决策。此外, 过度自信的 CEO 通常不能理性地对待投资项目进展过程中反馈的负面信息<sup>[3]</sup>。一方面, 过度自信的 CEO 可能忽视对公司长远价值的影响, 持续增加公司非效率投资; 另一方面, 过度自信的 CEO 可能将项目失败归因于偶然, 并且相信自己有能力改善投资绩效, 使亏损项目得以持续存在。当项目负面信息累积到顶峰集中释放时, 股价将毫无征兆地崩盘。叶蓓等<sup>[54]</sup>认为过度自信是非效率投资发生的助推手。在非效率投资行为普遍存在的中国资本市场<sup>[55]</sup>, 过度自信的 CEO 隐瞒非效率投资造成的负面影响<sup>[3]</sup>, 最终加剧股价崩盘风险<sup>[56]</sup>。

本研究考虑过度自信的 CEO 在非效率投资下更可能实施侵害公司利益的行为, 从而更可能加剧公司股价崩盘风险, 而有为高管在非效率投资下更能发挥制衡 CEO 的作用。因此, 按照非效率投资公司和正常投资公司进行分组, 非效率投资公司是指导异常投资高于平均异常投资水平的公司, 正常投资公司是指导异常投资低于平均异常投资水平的公司。对非效率投资公司的检验结果表明, CEO 过度自信显著增加公司股价崩盘风险, 无论是 OLS 检验还是

PSM 配对检验, *OC·MA* 的回归系数均显著为负。非效率投资公司的管理层能力增加 1 个标准差, CEO 过度自信对股价崩盘风险的影响降低 0.066 个单位。对正常投资公司的检验结果表明, CEO 过度自信并不会显著增加公司股价崩盘风险, 无论是 OLS 检验还是 PSM 配对检验, *OC·MA* 的回归系数均不显著。

以上结果表明, CEO 过度自信在非效率投资公司更可能实施损害公司利益行为, 从而加剧非效率投资公司股价崩盘风险。相应的, 有为高管有助于抑制非效率投资公司 CEO 过度自信对股价崩盘风险的负面影响,  $H_{2b}$  得到进一步验证。

## 5.3 公司营运效率

当管理层能力存在差异时, 高能力管理层经营效率更高, 低能力管理层经营效率更低<sup>[57]</sup>。对于有为高管, 在有限要素投入下能创造更多产出, 或者在相同产出下控制要素投入, 最终提高公司运营效率, 避免由于经营不善引致的“坏信息”, 也降低了由于 CEO 过度自信导致的隐藏行为概率, 从而有效缓解股价崩盘风险。因此, 本研究考虑有为高管在高营运效率下更可能发挥对 CEO 过度自信的制衡作用, 从而更能降低 CEO 过度自信对公司股价崩盘风险的影响。按照高营运效率公司和低营运效率公司进行分组, 高营运效率是指公司总资产周转率超过平均总资产周转率, 低营运效率是指公司总资产周转率低于平均总资产周转率。对高营运效率公司的检验结果表明, CEO 过度自信增加公司股价崩盘风险, 无论是 OLS 检验还是 PSM 配对检验, *OC·MA* 的回归系数均显著为负。高营运效率公司的管理层能力增加



1个标准差, CEO 过度自信对股价崩盘风险的影响降低 0.108 个单位。对低营运效率公司的检验结果表明, CEO 过度自信显著增加公司股价崩盘风险, 无论是 OLS 检验还是 PSM 配对检验,  $OC \cdot MA$  的回归系数均不显著。

以上结果表明, 有为高管在高营运效率公司更能发挥制衡作用, 即高营运效率公司的有为高管更有助于抑制 CEO 过度自信对股价崩盘风险的负面影响, 低营运效率公司的有为高管难以抑制 CEO 过度自信对股价崩盘风险的负面影响,  $H_{2b}$  得到进一步验证。

#### 5.4 管理层权力

对于上市公司, 管理层权力也是不容忽视的, 它会普遍影响公司投融资决策和人事安排等。管理层权力是管理层能力发挥的制度条件, 也是影响管理层能力的一部分<sup>[58]</sup>。专家权力是个人能力带来的影响力, 强调管理者的经营管理能力和专业知识技能<sup>[55]</sup>。因此, 考虑有为高管在高管理层权力下更可能发挥对于 CEO 过度自信的制衡作用, 从而更能降低 CEO 过度自信对公司股价崩盘风险的影响, 按照高管理层权力公司和低管理层权力公司进行分组。本研究借鉴 BEBCHUK et al.<sup>[59]</sup> 的研究, 用内部薪酬差距测量管理层权力, 将公司前 3 名高管薪酬比率超过平均水平定义为高管理层权力, 将公司前 3 名高管薪酬比率低于平均水平定义为低管理层权力。对高管理层权力公司的检验结果表明, CEO 过度自信显著增加公司股价崩盘风险, 无论是 OLS 检验还是 PSM 配对检验,  $OC \cdot MA$  的回归系数均显著为负。高管理层权力公司的管理层能力增加 1 个标准差, CEO 过度自信对股价崩盘风险的影响降低 0.071 个单位。对低管理层权力公司的检验结果表明, CEO 过度自信增加公司股价崩盘风险, 但无论是 OLS 检验还是 PSM 配对检验,  $OC \cdot MA$  的回归系数均不显著。

以上结果表明, 有为高管在高管理层权力公司更能发挥制衡作用, 从而高管理层权力公司的有为高管更有助于抑制 CEO 过度自信对股价崩盘风险的负面影响,  $H_{2b}$  得到进一步验证。

#### 5.5 稳健性检验

为提高本研究结果的稳健性, 本研究进一步通过替换解释变量和被解释变量开展稳健性检验。

(1) 基于 Tobit 分离测量管理层能力。用残差法计算的上市公司全要素生产率测量管理层能力可能受到公司其他因素的影响, 因此, 本研究借鉴张路等<sup>[60]</sup> 的研究, 进一步采用 Tobit 模型对 TFP 进行分离。Tobit 回归解释变量包括资产规模对数、市场份额、成立年限、多元化经营、营业现金流和年度效应, 以回归残差测量管理层能力, 记为  $Tma$ 。

(2) 用企业景气指数测量 CEO 过度自信。借鉴余明桂等<sup>[61]</sup> 的研究以企业景气指数代表 CEO 过度自信程度, 记为  $Bom$ 。企业景气指数也称为企业生产经营综合景气指数, 是根据企业家对当前企业生产经营状况的综合判断和对未来发展变化的预期而编制的指数。当景气指数越大时, 表明企业家对企业生产

经营状况和对未来发展乐观; 当景气指数越小时, 表明企业家对企业生产经营状况和对未来发展悲观。

(3) 用上下波动比率测量股价崩盘风险。借鉴 CHEN et al.<sup>[7]</sup>、KIM et al.<sup>[3]</sup>、孙艳梅等<sup>[62]</sup> 和酒莉莉等<sup>[63]</sup> 的研究, 进一步构建特有收益率上下波动比率测量股价崩盘风险, 记为  $Duv$ , 计算公式为

$$Duv_{i,T} = \ln \frac{(n_{i,T,up} - 1) \sum W_{i,t,down}^2}{(n_{i,T,down} - 1) \sum W_{i,t,up}^2} \quad (5)$$

其中,  $n_{i,T,up}$  为  $i$  公司在  $T$  年特有收益率高于平均特有收益率频数,  $n_{i,T,down}$  为  $i$  公司在  $T$  年特有收益率低于平均特有收益率频数,  $W_{i,t,down}$  为低于年度平均特有周收益率,  $W_{i,t,up}$  为高于年度平均特有周收益率。  $Duv_{i,T}$  越大, 表明  $i$  公司在  $T$  年的负向收益波动比正向收益波动程度更高。

(4) 用极端收益率测量股价崩盘风险。由于股价崩盘事件属于极端尾部事件, 学者们将股价低于极端负值定义为股价崩盘事件。因此, 本研究借鉴 LI et al.<sup>[12]</sup> 的研究, 进一步构建股价崩盘事件定性指标  $Cra$ , 即

$$W_{i,t} \leq E(W_{i,t}) - 3.090\sigma_{i,t} \quad (6)$$

其中,  $E(W_{i,t})$  为年度平均特有周收益率,  $\sigma_{i,t}$  为年度特有收益率标准差。如果当年发生特有收益率低于年度平均收益率的 3.090 倍标准差, 视为公司当年发生股价崩盘,  $Cra$  取值为 1, 否则取值为 0。

稳健性检验结果见表 8, 模型 17 和模型 18 是以  $Bom$  替代 CEO 过度自信的稳健性检验, 模型 19 和模型 20 是以  $Tma$  替代管理层能力的稳健性检验, 模型 21 和模型 22 是以  $Cra$  替代股价崩盘风险的稳健性检验, 模型 23 和模型 24 是以  $Duv$  替代股价崩盘风险的稳健性检验。检验结果表明, 替换解释变量和被解释变量以后, CEO 过度自信显著增加公司股价崩盘风险, 而管理层能力有助于抑制 CEO 过度自信对于股价崩盘风险影响,  $H_1$  和  $H_{2b}$  得到进一步验证。

## 6 结论

本研究将过度自信的 CEO 与有为高管视为有机整体, 检验二者对于上市公司股价崩盘风险的整体效应, 从管理层行为角度拓展了股价崩盘风险研究。研究表明, 过度自信 CEO 加剧公司股价崩盘风险, 有为高管有助于抑制过度自信的 CEO 对股价崩盘风险的负面影响, 验证了当前中国资本市场以有为高管制衡效应为主。基于 PSM 方法控制潜在的选择性偏误后, 结果依然稳健。进一步研究表明, 在进攻型战略公司、非效率投资公司, CEO 过度自信更有可能加剧股价崩盘风险, 此时, 有为高管也更能发挥制衡作用; 在高营运效率公司、高管理层权力公司, 有为高管更有助于抑制 CEO 过度自信对股价崩盘风险的影响。虽然 CEO 处于公司管理层级顶端, 但有为高管并非一味附和过度自信的 CEO, 他们会基于自身专业能力发挥监督制衡 CEO 的作用, 避免公司由于过度自信 CEO 的非理性行为而引发的极端风

表8 基于替换变量稳健性检验结果  
Table 8 Robust Test Results for Based on the Substitution Variables

	<i>Nck</i>				<i>Cra</i>		<i>Duv</i>	
	模型 17	模型 18	模型 19	模型 20	模型 21	模型 22	模型 23	模型 24
<i>Bom</i>	0.018*** (12.836)	0.055** (2.182)						
<i>MA</i>	2.057** (2.061)	1.891* (1.901)			0.010 (0.470)	0.022 (1.016)	-0.025 (-0.470)	0.002 (0.037)
<i>Bom · MA</i>	-0.017** (-2.156)	-0.016** (-1.968)						
<i>OC</i>			0.071** (2.261)	0.076** (2.365)	0.0001 (0.012)	0.004 (0.368)	0.051*** (3.018)	0.040** (2.356)
<i>Tma</i>			-0.021 (-0.224)	0.009 (0.113)				
<i>OC · Tma</i>			-0.387*** (-2.644)	-0.324** (-2.298)				
<i>OC · MA</i>					-0.129** (-2.203)	-0.123** (-2.247)	-0.119 (-1.474)	-0.141* (-1.860)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度效应	未控制	控制	未控制	控制	未控制	控制	未控制	控制
行业效应	未控制	控制	未控制	控制	未控制	控制	未控制	控制
样本观测值	4 835	4 835	3 862	3 862	5 744	5 744	5 744	5 744
调整的 $R^2$	0.074	0.132	0.041	0.127	0.004	0.042	0.037	0.119

注：替换解释变量和被解释变量致使样本观测值减少。

险。

本研究基于公司管理团队有机整体视角,将管理层能力引入CEO过度自信、股价崩盘风险分析框架,识别CEO过度自信和管理层能力对于股价崩盘风险的综合影响,有助于从高管团队整体性角度防御股价崩盘风险。对于CEO,要加强自我认知和理性决策意识。CEO应意识到所做决策会对公司产生重大影响,要重视决策过程,规避非理性偏差,包括过度自信偏差。CEO要及时反馈信息,从反馈中发现CEO自我心理偏差特征,以有助于纠正个人过度自信行为。对于高管团队,有为高管应当积极发挥制衡CEO的作用。由于个体非理性限制,CEO本人难以彻底纠正个人过度自信偏差,还需要来自有为高管等的强有力制衡和监督。公司内部要健全有为高管发挥制衡作用的制度,让有为高管有能力、有权力制衡CEO非理性行为。

未来研究可以从CEO非理性行为异质性角度揭示CEO个体对于公司经营管理和资本市场表现的影响,并且考虑与之匹配的高管团队能力和制衡机制,有助于提升整个高管团队运行有效性。考虑到CEO个体特征不易观测,导致本研究仅考虑CEO过度自

信特征的经济后果,未来可以借助大数据分析和人工智能技术等,提高CEO个体特征识别能力,拓宽相关研究领域。

#### 参考文献:

- [1] 赵璨,陈仕华,曹伟.“互联网+”信息披露:实质性陈述还是策略性炒作:基于股价崩盘风险的证据. *中国工业经济*, 2020(3): 174-192.  
ZHAO Can, CHEN Shihua, CAO Wei. “Internet plus” information disclosure: substantive statement or strategic manipulation: evidence based on the risk of stock price crash. *China Industrial Economics*, 2020(3): 174-192.
- [2] JIN L, MYERS S C.  $R^2$  around the world: new theory and new tests. *Journal of Financial Economics*, 2006, 79(2): 257-292.
- [3] KIM J B, WANG Z, ZHANG L D. CEO overconfidence and stock price crash risk. *Contemporary Accounting Research*, 2016, 33(4): 1720-1749.
- [4] 崔云,董延安. 管理层能力与股价崩盘风险:基于盈余管理中中介效应的检验. *财经理论与实践*, 2019, 40(5): 47-54.  
CUI Yun, DONG Yan'an. Managerial ability and stock price crash risk based on the mediating effect of earnings management. *The Theory and Practice of Finance and Economics*, 2019, 40(5): 47-

- 54.
- [5] 成瑾, 白海青, 刘丹. CEO如何促进高管团队的行为整合: 基于结构化理论的解释. *管理世界*, 2017, 33(2): 159-173.  
CHENG Jin, BAI Haiqing, LIU Dan. How does CEO promote the behavioral integration of top management team? Explanation based on the structuration theory. *Journal of Management World*, 2017, 33(2): 159-173.
- [6] CAMPBELL J Y, HENTSCHEL L. No news is good news: an asymmetric model of changing volatility in stock returns. *Journal of Financial Economics*, 1992, 31(3): 281-318.
- [7] CHEN J, HONG H, STEIN J C. Forecasting crashes: trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. *Journal of Financial Economics*, 2001, 61(3): 345-381.
- [8] CAI G L, XU Y, YU D G, et al. Strengthened board monitoring from parent company and stock price crash risk of subsidiary firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2019, 56: 352-368.
- [9] HABIB A, HASAN M M, JIANG H Y. Stock price crash risk: review of the empirical literature. *Accounting & Finance*, 2018, 58(S1): 211-251.
- [10] 易志高, 李心丹, 潘子成, 等. 公司高管减持同伴效应与股价崩盘风险研究. *经济研究*, 2019, 54(11): 54-70.  
YI Zhigao, LI Xindan, PAN Zicheng, et al. The peer effects of managers' stock selling and stock price crash risk. *Economic Research Journal*, 2019, 54(11): 54-70.
- [11] KHURANA I K, PEREIRA R, ZHANG E. Is real earnings smoothing harmful? Evidence from firm-specific stock price crash risk. *Contemporary Accounting Research*, 2018, 35(1): 558-587.
- [12] LI S, ZHAN X T. Product market threats and stock crash risk. *Management Science*, 2019, 65(9): 4011-4031.
- [13] CHEN D H, KIM J B, LI O Z, et al. China's closed pyramidal managerial labor market and the stock price crash risk. *The Accounting Review*, 2018, 93(3): 105-131.
- [14] 陈蓉, 吴宇翔. 流动性与崩盘风险: 基于中国A股市场的研究. *管理科学*, 2019, 32(5): 129-138.  
CHEN Rong, WU Yuxiang. Liquidity and crash risk: evidence from the Chinese A-share stock market. *Journal of Management Science*, 2019, 32(5): 129-138.
- [15] 孟庆斌, 侯德帅, 汪叔夜. 融券卖空与股价崩盘风险: 基于中国股票市场的经验证据. *管理世界*, 2018, 34(4): 40-54.  
MENG Qingbin, HOU Deshuai, WANG Shuye. Short selling and stock price crash risk: empirical evidence from Chinese stock market. *Journal of Management World*, 2018, 34(4): 40-54.
- [16] 徐飞, 薛金霞. 内部控制评价、审计师监督与股价崩盘风险: “治理观”抑或“机会观”. *审计与经济研究*, 2021, 36(4): 33-45.  
XU Fei, XUE Jinxia. Internal control evaluation, auditor supervision and risk of stock price collapse: “governance view” or “opportunity view”. *Journal of Audit & Economics*, 2021, 36(4): 33-45.
- [17] 朱滔. 董事薪酬、CEO薪酬与公司未来业绩: 监督还是合谋?. *会计研究*, 2015(8): 49-56.  
ZHU Tao. Director's compensation, CEO's compensation and firm's future performance: supervision or collusion?. *Accounting Research*, 2015(8): 49-56.
- [18] ALICKE M D, GOVORUN O. The better-than-average effect// ALICKE M D, DUNNING D A, KRUEGER J I. *The Self in Social Judgment*. New York: Psychology Press, 2005: 85-106.
- [19] HAMBRICK D C, MASON P A. Upper echelons: the organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 1984, 9(2): 193-206.
- [20] 王山慧, 王宗军, 田原. 管理者过度自信、自由现金流与上市公司多元化. *管理工程学报*, 2015, 29(2): 103-111.  
WANG Shanhui, WANG Zongjun, TIAN Yuan. Managerial overconfidence, free cash flow and diversification of listed companies. *Journal of Industrial Engineering and Engineering Management*, 2015, 29(2): 103-111.
- [21] MALMENDIER U, TATE G. CEO overconfidence and corporate investment. *The Journal of Finance*, 2005, 60(6): 2661-2700.
- [22] 黄凯迪, 韩良智. 管理者过度自信、公司治理特征与多元化并购决策. *财会通讯*, 2016(33): 68-71.  
HUANG Kaidi, HAN Liangzhi. Managerial overconfidence, corporate governance, and diversifying merger and acquisition decisions. *Communication of Finance and Accounting*, 2016(33): 68-71.
- [23] 叶康涛, 曹丰, 王化成. 内部控制信息披露能够降低股价崩盘风险吗?. *金融研究*, 2015(2): 192-206.  
YE Kangtao, CAO Feng, WANG Huacheng. Can internal control information disclosure reduce stock price crash risk?. *Journal of Financial Research*, 2015(2): 192-206.
- [24] 耿得科, 李子健, 叶泽樱. 股价崩盘风险的非理性因素: 基于CEO过度自信视角. *浙江学刊*, 2019(3): 147-158.  
GENG Deke, LI Zijian, YE Zeying. The irrational factor of stock price crash risk: from on the perspective of CEO overconfidence. *Zhejiang Academic Journal*, 2019(3): 147-158.
- [25] 艾永芳, 佟孟华, 孙光林. CEO与CFO任期交错的公司治理效果研究: 基于股价崩盘风险的实证分析. *当代财经*, 2017(12): 120-132.  
AI Yongfang, TONG Menghua, SUN Guanglin. A study of corporate governance effect during the staggered tenures of CEO and CFO: an empirical analysis based on stock price collapse risk. *Contemporary Finance & Economics*, 2017(12): 120-132.
- [26] 曾爱民, 林雯, 魏志华, 等. CEO过度自信、权力配置与股价崩盘风险. *经济理论与经济管理*, 2017, 37(8): 75-90.  
ZENG Aimin, LIN Wen, WEI Zhihua, et al. CEO overconfidence, power configuration and stock price crash risk. *Economic Theory and Business Management*, 2017, 37(8): 75-90.
- [27] 于晓宇, 张益铭, 陈颖颖, 等. 创始成员离职率、高管团队异质性与创业企业成长. *管理科学*, 2020, 33(2): 3-16.  
YU Xiaoyu, ZHANG Yiming, CHEN Yingying, et al. Founder turnover, top management team heterogeneity, and entrepreneurial growth. *Journal of Management Science*, 2020, 33(2): 3-16.
- [28] 张蕊, 廖佳, 王洋洋. 关键下属高管-CEO薪酬差距与公司业绩及其波动性: 来自中国证券市场的经验证据. *证券市场导报*, 2018(9): 11-21.  
ZHANG Rui, LIAO Jia, WANG Yangyang. Pay gap between key subordinate executives and CEO, company performance and performance volatility, evidence from Chinese security markets. *Securities Market Herald*, 2018(9): 11-21.
- [29] CHENG Q, LEE J, SHEVLIN T. Internal governance and real earnings management. *The Accounting Review*, 2016, 91(4): 1051-1085.
- [30] 陈岩, 杜慧林, 高程. 高层管理者“刚健有为”思想量表设计

- 及其对企业战略创新的作用机制研究. *科技进步与对策*, 2022, 39(13): 141-150.
- CHEN Yan, DU Huilin, GAO Cheng. Scale development of the “vigorous and promising” thought of executives and its effect on enterprise strategic innovation. *Science & Technology Progress and Policy*, 2022, 39(13): 141-150.
- [31] 任晓伟, 赵娜. 推动有效市场和有为政府更好结合研究. *中国高校社会科学*, 2021(3): 91-98.
- REN Xiaowei, ZHAO Na. Research on promoting better combination of efficient market and effective government. *Social Sciences in Chinese Higher Education Institutions*, 2021(3): 91-98.
- [32] 姚冰滢, 马琳, 王雪莉, 等. 高管团队职能异质性对企业绩效的影响: CEO权力的调节作用. *中国软科学*, 2015(2): 117-126.
- YAO Bingshi, MA Lin, WANG Xueli, et al. Functional diversity in top management team and firm performance: the moderating role of CEO power. *China Soft Science*, 2015(2): 117-126.
- [33] BRICK I E, PALMON O, WALD J K. CEO compensation, director compensation, and firm performance: evidence of cronyism?. *Journal of Corporate Finance*, 2006, 12(3): 403-423.
- [34] ANDREOU P C, EHRLICH D, KARASAMANI I, et al. Managerial ability and firm performance: evidence from the global financial crisis. *SSRN Electronic Journal*, 2015, 63(2): 59-78.
- [35] 张铁铸, 沙曼. 管理层能力、权力与在职消费研究. *南开管理评论*, 2014, 17(5): 63-72.
- ZHANG Tiezhu, SHA Man. Research on managerial ability, power and perks. *Nankai Business Review*, 2014, 17(5): 63-72.
- [36] 宋献中, 胡珺, 李四海. 社会责任信息披露与股价崩盘风险: 基于信息效应与声誉保险效应的路径分析. *金融研究*, 2017(4): 161-175.
- SONG Xianzhong, HU Jun, LI Sihai. Corporate social responsibility disclosure and stock price crash risk: based on information effect and reputation insurance effect. *Journal of Financial Research*, 2017(4): 161-175.
- [37] CREMERS K J M, GRINSTEIN Y. Does the market for CEO talent explain controversial CEO pay practices?. *Review of Finance*, 2014, 18(3): 921-960.
- [38] 刘思彤, 张启鑫, 李延喜. 高管内部薪酬差距能否抑制企业风险承担?. *科研管理*, 2018, 39(s1): 189-199, 225.
- LIU Sitong, ZHANG Qiluan, LI Yanxi. Can executive inner pay gap restrain corporate risk-taking?. *Science Research Management*, 2018, 39(s1): 189-199, 225.
- [39] 钟熙, 宋铁波, 陈伟宏, 等. CEO任期、高管团队特征与战略变革. *外国经济与管理*, 2019, 41(6): 3-16.
- ZHONG Xi, SONG Tiebo, CHEN Weihong, et al. CEO tenure, TMT characteristics and strategic change. *Foreign Economics & Management*, 2019, 41(6): 3-16.
- [40] SCHRAND C M, ZECHMAN S L C. Executive overconfidence and the slippery slope to financial misreporting. *Journal of Accounting & Economics*, 2012, 53(1/2): 311-329.
- [41] 余明桂, 李文贵, 潘红波. 管理者过度自信与企业风险承担. *金融研究*, 2013(1): 149-163.
- YU Minggui, LI Wengui, PAN Hongbo. Managerial overconfidence and corporate risk-taking. *Journal of Financial Research*, 2013(1): 149-163.
- [42] 鲁晓东, 连玉君. 中国工业企业全要素生产率估计: 1999-2007. *经济学(季刊)*, 2012, 11(2): 541-558.
- LU Xiaodong, LIAN Yujun. Estimation of total factor productivity of industrial enterprises in China: 1999-2007. *China Economic Quarterly*, 2012, 11(2): 541-558.
- [43] GIANNETTI M, LIAO G M, YU X Y. The brain gain of corporate boards: evidence from China. *The Journal of Finance*, 2015, 70(4): 1629-1682.
- [44] 邹恂, 李凯, 艾宝俊. 终极控制权、现金流权与公司全要素生产率. *管理科学*, 2009, 22(5): 2-12.
- ZOU Yi, LI Kai, AI BaoJun. Ultimate control right, cash flow right and firm's total factor productivity. *Journal of Management Science*, 2009, 22(5): 2-12.
- [45] 徐虹, 朱文婷. 风险投资持股、经济政策不确定性与股价崩盘风险. *安徽师范大学学报(人文社会科学版)*, 2019, 47(4): 122-134.
- XU Hong, ZHU Wenting. Venture capital investment, economic policy uncertainty and stock price crash risk. *Journal of Anhui Normal University (Humanities and Social Sciences)*, 2019, 47(4): 122-134.
- [46] HIGGINS D, OMER T C, PHILLIPS J D. The influence of a firm's business strategy on its tax aggressiveness. *Contemporary Accounting Research*, 2015, 32(2): 674-702.
- [47] MILES R E, SNOW C C, MEYER A D, et al. Organizational strategy, structure, and process. *Academy of Management Review*, 1978, 3(3): 546-562.
- [48] CAMERER R C, LOVALLO D. Overconfidence and excess entry: an experimental approach. *The American Economic Review*, 1999, 89(1): 306-318.
- [49] 刘刚, 于晓东. 高管类型与企业战略选择的匹配: 基于行业生命周期与企业能力生命周期协同的视角. *中国工业经济*, 2015(10): 115-130.
- LIU Gang, YU Xiaodong. The match of top managers' style and corporate strategic choice: perspective of coordination between industry life cycle and corporate capability life cycle. *China Industrial Economics*, 2015(10): 115-130.
- [50] 江轩宇, 许年行. 企业过度投资与股价崩盘风险. *金融研究*, 2015(8): 141-158.
- JIANG Xuanyu, XU Nianhang. Corporate over-investment and stock price crash risk. *Journal of Financial Research*, 2015(8): 141-158.
- [51] 王浙勤, 王莲犀, 金炜圣. CEO过度自信、女性董事与公司违规. *统计与信息论坛*, 2018, 33(12): 111-118.
- WANG Xiqin, WANG Lianxi, JIN Weisheng. CEO' overconfidence, female board and violation of company. *Journal of Statistics and Information*, 2018, 33(12): 111-118.
- [52] 罗进辉, 杜兴强. 媒体报道、制度环境与股价崩盘风险. *会计研究*, 2014(9): 53-59.
- LUO Jinhui, DU Xingqiang. Media coverage, institutional environment and stock price crash risk. *Accounting Research*, 2014(9): 53-59.
- [53] 郝颖, 刘星, 林朝南. 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*, 2005, 13(5): 142-148.
- HAO Ying, LIU Xing, LIN Chaonan. An empirical research on the general manager overconfidence and investment decision for the listed companies. *Chinese Journal of Management Science*, 2005, 13(5): 142-148.
- [54] 叶蓓, 袁建国. 管理者信心、企业投资与企业价值: 基于我国

- 上市公司的经验证据. *中国软科学*, 2008(2): 97-108.
- YE Bei, YUAN Jianguo. Managerial confidence, corporate investment and firm value: evidence from Chinese listed companies. *China Soft Science*, 2008(2): 97-108.
- [55] 张功富, 宋献中. 我国上市公司投资: 过度还是不足? 基于沪深工业类上市公司非效率投资的实证度量. *会计研究*, 2009(5): 69-77.
- ZHANG Gongfu, SONG Xianzhong. Measuring inefficient investment by listed companies in China: overinvestment or underinvestment?. *Accounting Research*, 2009(5): 69-77.
- [56] 林川. 过度投资、市场情绪与股价崩盘: 来自创业板上市公司的经验证据. *中央财经大学学报*, 2016(12): 53-64.
- LIN Chuan. Excessive investment, market sentiment and share prices crash: empirical evidence from GEM listed companies. *Journal of Central University of Finance & Economics*, 2016(12): 53-64.
- [57] 李延喜, 盖宇坤, 薛光. 管理者能力与企业投资效率: 基于中国A股上市公司的实证研究. *东北大学学报(社会科学版)*, 2018, 20(2): 131-139.
- LI Yanxi, GAI Yukun, XUE Guang. Managerial ability and enterprises' investment efficiency: based on an empirical study of A-share listed companies in China. *Journal of Northeastern University (Social Science)*, 2018, 20(2): 131-139.
- [58] SMITH A, HOUGHTON S M, HOOD J N, et al. Power relationships among top managers: does top management team power distribution matter for organizational performance?. *Journal of Business Research*, 2006, 59(5): 622-629.
- [59] BEBCHUK L A, FRIED J M. Power relationships among top managers: does top management team power distribution matter for organizational performance?. *Academy of Management Perspectives*, 2006, 20(1): 5-24.
- [60] 张路, 李金彩, 张瀚文, 等. 管理者能力影响企业成本粘性吗?. *会计研究*, 2019(3): 71-77.
- ZHANG Lu, LI Jincai, ZHANG Hanwen, et al. Can managerial ability restrain company's cost stickiness?. *Accounting Research*, 2019(3): 71-77.
- [61] 余明桂, 夏新平, 邹振松. 管理者过度自信与企业激进负债行为. *管理世界*, 2006, 22(8): 104-112, 125.
- YU Minggui, XIA Xinping, ZOU Zhensong. The relationship between managers' overconfidence and enterprises' radical behavior in incurring debts. *Journal of Management World*, 2006, 22(8): 104-112, 125.
- [62] 孙艳梅, 方梦然, 郭敏. 企业风险承担行为与股价崩盘风险研究. *安徽师范大学学报(人文社会科学版)*, 2018, 46(4): 134-143.
- SUN Yanmei, FANG Mengran, GUO Min. Research on corporate risk-taking behavior and stock price crash risk. *Journal of Anhui Normal University (Humanities and Social Sciences)*, 2018, 46(4): 134-143.
- [63] 酒莉莉, 刘斌, 李瑞涛. “一劳永逸”还是“饮鸩止渴”: 基于上市公司高送转的研究. *管理科学*, 2018, 31(4): 17-29.
- JIU Lili, LIU Bin, LI Ruitao. “Once for all” or “quench a thirst with poison”? An empirical study on high stock dividends issued by Chinese listed firms. *Journal of Management Science*, 2018, 31(4): 17-29.

## Promising Executives, Overconfident CEOs and Stock Price Crash Risk: Collusion View or Balance View

XU Fei<sup>1</sup>, ZHU Xiaoyan<sup>2</sup>, GE Jingzi<sup>1</sup>

<sup>1</sup> School of Economics and Management, Anhui Normal University, Wuhu 241000, China

<sup>2</sup> School of Business Administration, Huaqiao University, Quanzhou 362021, China

**Abstract:** As an organic whole, the CEO and the executive can be either balanced or colluded. According to the “collusion view,” the CEO is at the top of the bureaucratic structure. They can easily become the target for other executives to build relationships and flatter, which greatly reduces the advantages of heterogeneous teams. As a result, the executives respond positively to the irrational actions of overconfident CEOs. According to the “balance view,” driven by their own resource advantages, awareness and sense of values, promising executives will exert their efforts as much as possible to avoid the negative consequences led by overconfident CEO's irrational actions. Therefore, it is urgent to investigate the role of promising executives in the relationship between overconfidence CEO and the stock price crash risk.

In this study, overconfidence CEO and promising executives are regarded as an organic whole, and the ability of executive team is introduced into the analysis framework of the relationship between overconfidence CEO and stock price crash risk. Taking A-share listed companies from 2007 to 2017 as the research sample, this study constructs a multiple regression model

to empirically test the impact of promising executives and overconfident CEOs on the risk of stock price crash. This study further discusses whether the promising executives play the counterbalance or complicity effect on the overconfident CEO. Then we also identify the business environment for executives to play a role from four dimensions, namely, strategic choice, inefficient investment, operational efficiency and management power.

The results are as follows: ① the overconfident CEO will increase the risk of stock price crash, while promising executives will help to restrain the influence of overconfident CEO on the risk of stock price crash, thus verifying the “balance view”. ② The overconfident CEO of the aggressive strategic company is more likely to increase the risk of stock price crash. Accordingly, the aggressive strategic company's promising executives are more likely to restrain the influence of overconfident CEO on the risk of stock price crash. ③ The overconfident CEO in the inefficient investment company is more likely to increase the risk of stock price crash. Accordingly, the inefficient investment company's promising executives are more likely to restrain the influence of overconfident CEO on the risk of stock price crash. ④ The promising executives can play a more balanced role in high efficiency companies, so the promising executives of high efficiency companies are more helpful to restrain the influence of CEO overconfidence on the risk of stock price crash. ⑤ The promising executives can play a more balanced role in high management power companies, so the promising executives of high management power companies are more helpful to restrain the influence of CEO overconfidence on the risk of stock price crash.

The results help to enrich the research on the influence of the executive team on stock price crash risk, and construct an integrated theoretical framework of overconfident CEO and promising executive as well.

**Keywords:** promising executives; overconfident CEOs; stock price crash risk; collusion view; balance view

---

**Received Date:** March 1<sup>st</sup>, 2020      **Accepted Date:** November 18<sup>th</sup>, 2020

**Funded Project:** Supported by the National Natural Science Foundation of China (71903002) and the Natural Science Foundation of Anhui Province (1908085QG309)

**Biography:** XU Fei, doctor in management, is an associate professor in the School of Economics and Management at Anhui Normal University. His research interest focuses on corporate finance. His representative paper titled “Investors' rational expectations, liquidity constraints, and stock price crash contagion” was published in the *Journal of Financial Research* (Issue 6, 2019). E-mail: [xufei168@ahnu.edu.cn](mailto:xufei168@ahnu.edu.cn)

ZHU Xiaoyan is a Ph.D candidate in the School of Business Administration at Huaqiao University. Her research interest focuses on innovation management. E-mail: [zxyahsf@163.com](mailto:zxyahsf@163.com)

GE Jingzi is a master degree candidate in the School of Economics and Management at Anhui Normal University. Her research interest focuses on financial accounting. E-mail: [gjzabcde@163.com](mailto:gjzabcde@163.com)

□

(责任编辑: 刘思宏)