

# 投资者情绪、管理者乐观主义与企业投资行为

花贵如 刘志远 许 骞

(华东理工大学商学院, 上海 200237; 南开大学商学院, 天津 300071)

**摘 要:**文章将投资者与企业管理者的有限理性纳入同一框架, 从行为公司财务的视角, 提出并证实了投资者情绪影响企业投资行为的“管理者乐观主义的中介效应渠道”。这丰富了投资者情绪影响企业投资行为的作用机理的相关文献, 有助于我们从微观企业的视角反思2008年以来的“金融海啸”对实体经济的传导机制。文章将两大主体的有限理性纳入同一框架的分析范式, 对拓展与整合行为公司财务理论的研究路径也具有重要的参考价值。

**关键词:**投资者情绪; 管理者乐观主义; 企业投资行为

**JEL 分类号:**G31; G32; G38 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-7246(2011)09-0178-14

## 一、引言

经济史实<sup>①</sup>和理论逻辑都已经证明, 资本市场上投资者高涨或低迷的情绪会导致股票价格系统性地偏离其基本价值, 并且不限于此, 投资者情绪还会对企业实体投资行为产生重大影响 (Keynes, 1936; Baker *et al.*, 2003; Polk and Sapienza, 2009)。作为一个新兴加转轨的中国资本市场, 投资者热衷于炒作题材和想象空间, 不少上市公司基于投资者情绪配置资本, 导致长期价值遭到毁损, 1999年的网络热、2001年的生物技术热等现象便是很好的例证 (杜丽虹、朱武祥, 2003)。特别是2008年以来, 席卷全球的金融海啸进一步加剧了投

**收稿日期:**2010-12-15

**作者简介:**花贵如, 管理学博士, 讲师, 华东理工大学商学院会计学系, Email: achgr2000@yahoo.com.cn.

刘志远, 经济学博士, 教授, 南开大学商学院会计学系。

许 骞, 博士研究生, 就读于南开大学商学院会计系。

本文是国家自然科学基金面上项目《制度环境、投资者情绪与企业投资行为》(批准号: 71072099)的阶段性成果。同时, 本文受到华东理工大学选拔培养优秀青年教师科研专项基金的资助。感谢香港中文大学会计学院 Zhang, Yinglei, Yang, Y. George 老师的建议和帮助。感谢第五届“五校”青年会计学学术论坛中与会学者的评论和建议。特别感谢匿名审稿人的建设性意见, 当然作者文责自负。

<sup>①</sup> 例如, 上世纪80-90年代的日本泡沫经济崩溃给经济带来的惨重代价, 90年代墨西哥金融危机对实体经济造成的损害以及2008年以来的席卷全球的“金融海啸”逐渐向实体经济蔓延等经济史实。

投资者情绪的波动性,凸显了其对实体经济影响的重要性。这种现实状况一方面为投资者情绪与企业投资行为的研究创造了难得的研究契机,另一方面也说明,在中国资本市场背景下,探讨投资者情绪影响企业投资行为的问题具有更为突出的理论价值和现实意义。

然而,投资者情绪究竟如何影响企业的实体投资行为呢?现有文献基于投资者非理性而管理者理性的基础假设,将企业的投资行为视为管理者对证券市场错误定价的理性反应,并且逐渐形成了投资者情绪影响企业投资行为的“股权融资渠道(Baker *et al.*, 2003)”和“理性迎合渠道(Polk & Sapienza, 2009)”。但是,正如 Shleifer (2003)、Baker *et al.* (2006)等文献所展望的,实际上,投资者和企业管理者的有限理性经常是共存的,将这两大主体的有限理性纳入同一框架进行考察是行为公司财务无法回避的问题,也是未来研究的重要方向。

延续上述文献的分析逻辑及研究展望,为了接近更加真实的资本市场,本文更为彻底地抛弃“完全理性假说”,将管理者乐观主义嵌入投资者情绪与企业投资行为的关系中,试图回答如下问题:投资者非理性影响管理者非理性及其后续的决策行为吗?更具体地说,高涨或低落的投资者情绪是否通过“塑造(shape)”管理者乐观或悲观情绪,进而影响企业投资决策呢?本文借鉴社会心理学的社会影响理论、认知失调理论和情绪泛化假说,基于投资者和企业管理者均为有限理性的基础假设,通过中国资本市场的经验数据,对投资者情绪是否以及如何影响企业投资行为的问题进行研究。理论分析和实证研究发现,投资者情绪对企业投资行为具有正向影响,确实是驱使企业投资行为的动力;管理者乐观主义是时变的,投资者情绪对管理者乐观主义具有塑造作用;在投资者情绪影响企业投资行为的过程中,至少部分通过管理者乐观主义的中介渠道发挥作用。

本文的贡献主要体现在以下三个方面:第一,将社会心理学的社会影响理论、认知失调理论和情绪泛化假说引入到投资者情绪与企业投资行为问题的研究中,提出了投资者情绪影响企业投资行为的第三条道路,即“管理者乐观主义的中介效应渠道”,并在中国资本市场上得到了经验数据的支持。这丰富了投资者情绪影响企业投资行为的作用机理的相关文献。第二,更为重要的是,现有的行为公司财务的研究文献沿着投资者与企业管理者有限理性的两条路径,分别独立展开研究与分析(Baker *et al.* 2006)。本文尝试将这两大主体的有限理性纳入同一框架展开研究,该种分析范式对拓展与整合行为公司财务理论的研究路径具有一定的参考价值。第三,2008年以来的金融海啸及其引致的实体经济危机已渐渐远去,然而,虚拟经济究竟如何影响实体经济,已成为“后金融危机时代”监管层关注的重大现实问题。因此,上述研究发现的现实意义在于,有助于我们从微观企业的视角反思金融危机对实体经济的传导机制<sup>①</sup>。

文章后续部分安排如下:第二部分为文献述评,第三部分是理论分析与假说提出,第

<sup>①</sup> 研究虚拟经济是否以及如何对实体经济产生影响的文献,大都是基于宏观角度探讨社会总量(例如,投资支出)与股票指数的关系(例如,徐涛,2001)。有别于现有文献的分析视角,本文尝试从微观企业的视角研究虚拟经济影响实体经济的作用机理。

四部分为研究设计,第五部分为实证结果与分析,最后为研究结论及启示。

## 二、文献述评

最近几年,行为公司财务力图将企业管理者和投资者的情绪等心理因素引入现代金融学的传统研究范畴中,在诸多公司金融的传统研究领域里提出了许多不同于传统公司金融理论的新观点、新见解和新理论,形成了一股新的研究思潮。延续行为公司财务一般的分析逻辑,情绪介入公司投资决策也沿着两条路径独立展开研究。一条路径着重强调投资者情绪,将投资决策视为企业管理者对于资本市场错误定价的理性反应;而另一条路径则忽略资本市场中投资者非理性,着重强调管理者乐观主义,研究管理者乐观主义对企业投资行为的影响(Baker & Wurgler, 2006; 刘志远、花贵如, 2009)。

实际上,对投资者情绪可能影响企业投资行为问题的关注,至少可以追溯到 Keynes (1936) 在其经典著作《通论》上精辟的论述:“股票价格包涵了非常重要的非理性因素,这将引起外部权益融资成本的变化,进而不可避免地影响企业投资行为。”Keynes (1936) 的上述观点经过 Stein (1996)、Baker *et al.* (2003) 的发展,逐渐形成了投资者情绪影响企业投资行为的“股权融资渠道”:投资者情绪会影响企业的股权融资数量和成本,从而影响企业的投资行为。在美国和中国等资本市场中,“股权融资渠道”先后得到经验数据的证实(Gilchrist *et al.*, 2005; 刘端、陈收, 2006)。而 Polk & Sapienza (2009) 在理论上提出并采用美国资本市场数据得以证实的“理性迎合渠道”却认为,理性的企业管理者会利用投资安排去迎合投资者情绪,从而导致企业投资行为随投资者情绪而改变。

关于管理者乐观主义对企业投资行为的影响也是近年来学术界研究的热点之一。总体上,现有文献将乐观主义或过度自信视为管理者永恒不变的个体特质,研究发现,管理者乐观主义会导致投资—现金流敏感度以及企业投资行为的变化。Heaton (2002) 采用数学建模的分析方法,研究发现,与其他企业相比,在管理者乐观主义的企业中投资—现金流敏感度更高,企业越是依赖权益融资,投资—现金流敏感度越高;Malmendier & Tate (2005) 以及姜付秀等 (2009) 分别采用不同的替代变量衡量管理者乐观主义,在美国、中国台湾以及大陆等资本市场中,先后从不同视角证实了 Heaton (2002) 的观点。

然而,现实资本市场中,乐观主义或过度自信不仅仅是管理者的个体特质,经常也是时变的(Nofsinger, 2005; Hackbarth, 2009)。这是因为外部情境可能引起个体发生“感知性扭曲(perceptual distortion)”。例如,中国人民银行通过企业家问卷调查而编制的企业家信心指数表明,受国际金融危机的影响,2008 年第四季度企业家信心指数仅有 94.6,而就在同年的第一季度却达到 140.6。因此,本文所指的管理者乐观主义具有时变特征,涵盖了乐观和悲观两个方面。更为重要的是,投资者情绪与管理者乐观主义经常是同时存在的(Baker *et al.*, 2006)。沿着上述两条路径独立展开研究的思路,备受责难。由此,Shleifer (2003) 和 Baker *et al.* (2006) 等文献开始倡导将这两大主体的有限理性纳入同一框架进行考察,以期更加接近真实的世界。事实上,最近的研究确实也逐渐发生了方向性

的变化,开始转向沿着上述两个主体均是有限理性的框架进行分析。例如,基于社会影响理论,Nofsinger(2005)分析指出,高涨和低落的投资者情绪将塑造管理者乐观与悲观情绪,并影响其后续的投资、融资及兼并等财务决策行为;Shefrin(2007)通过太阳微系统公司的案例研究也认为,该公司股价的惊人上涨(高涨的投资者情绪)激发了公司管理者的乐观情绪,并导致公司管理者没有能够及时削减投资支出,从而毁损了公司价值;Hirshleifer & Teoh(2008)所提出的资本市场中思想与行为传染的观点,也蕴含了投资者情绪塑造管理者乐观或悲观情绪并影响其后续决策行为的思想。然而,如何将这两大主体的有限理性纳入同一框架进行考察,特别地,投资者情绪为何以及如何通过管理者乐观主义的中介渠道影响企业投资行为?该方面理论和实证研究仍然非常薄弱,这正是本文试图回答的问题。

### 三、理论分析与假说提出

从社会心理学的社会影响理论来看,生活在社会环境中的每个人都会或多或少地被他人的情绪和行为所左右,并“泛化”到其后续的决策行为中(Festinger,1999;Zimbardo,2007)。然而,为什么存在上述的“社会影响(social affect)”?特别的,为什么企业管理者经常按照投资者情绪来修正自身的心理预期和主观判断,并对其投资行为作相应的调整呢?其作用机理又是怎样?从认知失调理论的角度,美国著名社会心理学家利昂·费斯汀格成功刻画了社会影响的成因和过程。下面,借鉴费斯汀格的分析范式,我们首先分析投资者情绪为何以及如何塑造管理者乐观主义;然后,结合社会心理学的情绪一致性效应、情绪泛化假说以及行为公司财务的现有研究成果,在深入分析管理者乐观主义如何影响企业投资行为的基础上,我们将给出投资者情绪影响企业投资行为的基本路径图,并提出投资者情绪影响企业投资行为的新途径——管理者乐观主义的部分中介渠道。

#### (一)投资者情绪塑造管理者乐观主义:原因与过程

认知这个术语,在认知失调理论中指的是有关环境、自我或一个人行为的任何知识、观点和信念。投资者情绪和管理者乐观主义分别是投资者与管理者对企业未来现金流量、风险等因素的主观信念(subjective beliefs)(Shefrin,2007;Hackbarth,2009)。因此,这两个概念属于认知失调理论的“认知”涵盖的范畴。站在企业管理者角度,投资者情绪代表了资本市场上的“他人”对自己企业的未来现金流量和 risk 的主观预期,而管理者乐观主义代表企业管理者对其所在企业的未来现金流量与 risk 的主观判断。

为了便于理论分析,仿效费斯汀格对“认知元素”的定义,我们首先界定以下两个重要的“认知元素”。其一,管理者对自己所在企业的预期收益和 risk 的主观信念。管理者乐观情绪将表现为,系统性高估预期收益或成功概率,低估成本或失败可能性的心理特征(Heaton,2002);反之,则为管理者的悲观情绪。其二,管理者“知道了”投资者拥有的对其所在企业的预期收益和 risk 的信念。高涨的投资者情绪将表现为高估企业预期收益、低估相应的 risk,进而股票价格向上偏离其基本价值;反之,低落的投资者情绪将表现为股票价格向下偏离其基本价值。企业管理者能感知(perceive)上述外部投资者的悲观或乐观情绪。

上述两个“认知元素”都是对同一企业预期收益和风险的信念。因此,这一对“认知元素”是彼此关联的。根据费斯汀格的认知失调理论,如果两个认知元素是有关的,它们之间的关系将是协调的,抑或是失调的:其一,协调。如果管理者和投资者对企业预期收益和 risk 的主观信念相一致,那么,上述两个“认知元素”处于协调关系之中。其二,失调。如果管理者和投资者对企业预期收益和 risk 的主观信念之间发生分歧,并且这些分歧被管理者所知觉,那么,一定会使管理者产生认知失调。

更进一步的,如果上述一对“认知元素”处于协调关系之中,管理者乐观或悲观情绪实际上获得投资者情绪的“社会支持”,管理者将更加坚信自己对企业预期收益和 risk 的主观信念,即管理者乐观主义得以“强化”。

当上述一对“认知元素”出现失调时,由于失调本身就是一种激励因素,这便产生了减少或消除失调的压力(Festinger,1999)。根据认知失调理论,企业管理者在理论上有两种“减压”方式:一是改变自身情绪,二为扭转投资者情绪。然而,改变环境(投资者情绪)是建立在个体(企业管理者)对自身的环境(投资者情绪)有足够控制的基础之上(Festinger,1999)。由于投资者情绪是投资者总体错误在证券价格中的反映(Shefrin,2007),或者说是投资者对未来预期的系统性偏差(Shefrin,2007)。所以,相对来说,管理者很难控制投资者情绪,更多的是“分享”投资者对企业的主观预期(McLean & Zhao,2009),并逐步形成或调整其对预期收益和 risk 的主观信念与判断。因此,在企业管理者和投资者的互动过程中,个体情绪(管理者乐观主义)更加容易受到社会情绪(投资者情绪)的影响,管理者乐观主义更可能“跟随(follow)”而不是“诱致(lead)”投资者情绪(Nofsinger,2005),投资者情绪将会“流向”管理者,即创造了一个从投资者到企业管理者的“情绪涟漪效应”。现实的中国资本市场中,企业家信心指数随投资者情绪而改变,这也进一步印证了上述的理论分析。上述分析思路如图1所示。

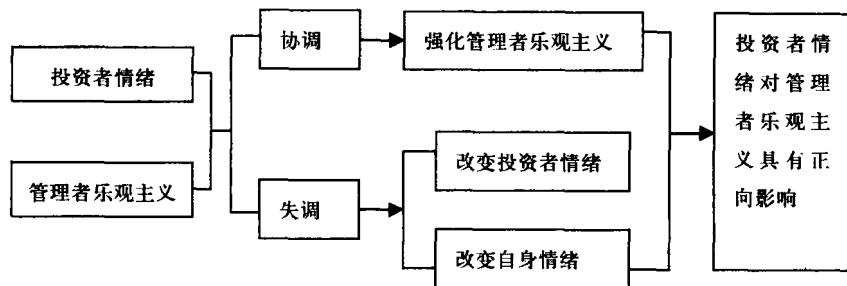


图1 投资者情绪塑造管理者乐观主义

因此,从认知失调理论的角度,借鉴费斯汀格刻画社会影响过程的分析范式,我们提出如下有待检验的研究假说:

H1:投资者情绪对管理者乐观主义具有显著的正向影响。

(二)投资者情绪影响企业投资行为:管理者乐观主义的部分中介渠道

情绪的变化,能给被影响者带来什么呢?这些内在的变化往往奠定了后来行为变化

的基础,即“变化导致变化”(Zimbardo,2007)。同样的,投资者情绪不仅塑造管理者乐观主义,而且也将进一步影响管理者的投资行为(Nofsinger,2005;Shefrin,2007)。在这方面,社会心理学、行为公司财务学积累了大量的研究成果。

社会心理学理论中的情绪一致性效应、情绪泛化假说认为,人们会倾向做出与情绪状态一致的判断(认知性评估),乐观情绪会诱致个体对风险和回报做出乐观预测,即低估风险、高估回报;而悲观情绪将使个体对风险和回报做出悲观估计,即高估风险、低估回报。社会心理学的模型分析与实验研究进一步表明,决策过程中个体对情绪的依赖程度取决于决策自身的风险和不确定性程度,决策的风险和不确定性程度越大,情绪对决策的影响就越强(Johnson & Tversky,1983;Forgas,1995)。众所周知,包括企业投资在内的众多财务决策具有风险和不确定性特征,因此,管理者乐观或悲观情绪将是企业投资行为的重要影响因素(Nofsinger,2005)。正如上述社会心理学的理论所述,高涨或低落的投资者情绪将诱发相同性质的管理者乐观或悲观情绪,而被诱发的管理者乐观或悲观情绪又将决定其对投资方案的认知性评价(包括预期回报和主观概率两个方面),这将直接影响企业是否进行投资以及投资的规模和水平。高涨的投资者情绪诱发乐观的管理者情绪,管理者将高估投资项目的回报,低估其风险,这将提高企业投资水平;反之,低落的投资者情绪将促使企业投资水平降低。行为公司财务的实证研究也提供了诸多的管理者乐观主义影响其投资决策的经验证据。例如,Malmendie & Tate(2005)、姜付秀等(2009)分别基于美国和中国资本市场的经验证据表明,乐观的管理者将高估公司投资决策的收益,低估相应的风险,并将促使企业提高投资水平。Nofsinger(2005)基于经济史实的分析以及Shefrin(2007)的案例研究进一步认为,投资者情绪塑造管理者乐观主义,并导致企业管理者投资决策的变化。

基于投资者和企业管理者均为有限理性的基础假设,上述分析表明,投资者情绪可以通过塑造管理者乐观主义,影响企业投资行为,即在投资者情绪影响企业投资行为的过程中,管理者乐观主义具有“中介效应(mediating effect)”。然而,在中国资本市场特殊的背景下,延续投资者有限理性而管理者完全理性的基础假设,刘端、陈收(2006)以及吴世农、汪强(2007)等文献证实,通过“股权融资渠道”和“理性迎合渠道”,投资者情绪也可能影响企业投资行为。因此,依据Baron & Kenny(1986)以及温忠麟等(2004)对中介效应的定义<sup>①</sup>,在投资者情绪对企业投资行为影响的过程中,部分是通过“股权融资渠道”和“理性迎合渠道”发挥作用,而至少另一部分是通过“管理者乐观主义的中介渠道”而产生效用的。因此,管理者乐观主义扮演了部分中介效应的角色。

由此,结合上述理论推理与分析,我们提出如下有待检验的研究假说:

H2:在投资者情绪影响企业投资行为的过程中,至少一部分是通过管理者乐观主义

<sup>①</sup> 在考虑自变量X对因变量Y的影响时,如果X通过变量M来影响Y,则我们称M为中介变量。如果X对Y的影响完全是通过中介变量M实现的,即M扮演了完全中介效应的角色;如果X对Y的影响只有一部分是通过中介变量M实现的,即M扮演了部分中介效应的角色。

的中介渠道而发挥作用。

## 四、研究设计

### (一) 研究模型

上述理论分析表明,在投资者情绪、管理者乐观主义以及企业投资行为的关系中,投资者情绪为自变量,企业投资行为为因变量,管理者乐观主义为投资者情绪影响企业投资行为的中介变量。投资者情绪通过影响管理者乐观主义,继而对企业投资行为产生影响,因此,中介效应的路径是单向的,而非反向或循环的。借鉴 Baron & Kenny (1986) 以及温忠麟等 (2004) 提出的检验中介效应的程序,我们可以构造以下的递归 (recursive) 模型,以检验管理者乐观主义的中介效应。

$$INV = \alpha_0 + \alpha_1 * Sent\_IN + \sum Control + \sum Industry + \sum Year + u_1 \quad (1)$$

$$Sent\_MA = \alpha_0 + \alpha_1 * Sent\_IN + \sum Control + \sum Industry + \sum Year + u_2 \quad (2)$$

$$INV = \alpha_0 + \alpha_1 * Sent\_IN + \alpha_2 Sent\_MA + \sum Control + \sum Industry + \sum Year + u_3 \quad (3)$$

其中,模型 (1) 和 (3) 为线性回归,而模型 (2) 为二元逻辑回归,模型中各变量符号的含义参见表 1,  $\alpha_0$  为截距,  $\alpha_i$  为系数,  $u_i$  为残差。

由于上述模型为递归模型并且所有变量都是显变量,可以依次对方程 (1)、(2) 和 (3) 进行分别回归,来替代路径分析 (温忠麟等, 2004)。上述递归模型的检验程序和原理如下: 首先对模型 (1) 进行回归分析, 如果变量的系数  $\alpha_1$  显著为正, 意味着投资者情绪确实影响企业投资行为。然后再对模型 (2) 和 (3) 进行回归分析, 如果  $\alpha_1$  和  $\alpha_2$  都显著为正, 这意味着投资者情绪对企业投资行为的影响至少一部分是由于管理者乐观主义的中介效应产生的。更进一步的, 在模型 (3) 中, 如果变量的系数  $\alpha_1$  不显著, 但  $\alpha_2$  显著为正, 这说明, 在投资者情绪与企业投资行为的关系中, 管理者乐观主义扮演了完全中介的作用, 现有文献给出的“股权融资渠道”和“理性迎合渠道”失效。

### (二) 变量的定义

#### 1. 测试变量

(1) 投资者情绪。如何衡量投资者情绪是行为公司财务实证分析的难点所在。最近的一些行为公司财务研究开始使用动量指标作为投资者情绪的替代变量, 检验投资者情绪对公司投资行为的影响。尽管利用早期的国内数据 (2000 年以前) 对动量效应的实证研究结论并不一致, 但样本在剔除 1994 年以前数据、包括 2000 年以后数据时, 几乎所有实证研究都表明动量效应在半年内是显著存在的, 而超过了半年会出现反转 (吴世农和汪强, 2007)。因此, 借鉴吴世农和汪强 (2007) 以及花贵如等 (2010) 的研究设计, 以半年期的动量指标计量投资者情绪, 即上一期六个月的累积月度股票收益作为投资者情绪的替代性指标。其中, 股票月度收益为考虑现金红利再投资的个股月回报率, 我们也采用了不考虑现金红利再投资的个股月回报率进行了稳健性测试, 实证结果没有显著差异。

(2)管理者乐观主义。与投资者情绪类似,管理者乐观主义也同样难以观察和界定,这也是进行这方面研究的难点。国内外主要有以下三种主流的度量方法。第一,基于 Malmendier & Tate(2005)的思路,以高管人员在任期内持股数量的变化作为衡量指标(例如,郝颖等,2005)。在国内,这是较早对管理者乐观主义进行了替代性计量的方法,但结合中国资本市场的制度背景,这种方法的适用性和有效性可能比较有限<sup>①</sup>。第二种方法则是基于 Oliver(2005)的调查数据的研究方法,以企业景气指数衡量管理者乐观主义(例如,余明桂等,2006)。该方法具有一定的合理性,但该指数为季度数据,且反映企业家整体的情绪,没有体现个体的差异。第三种方法则是基于 Ben - David *et al.* (2006)的思路,以管理者盈余预测方面的偏差进行度量。自 2002 年开始,对盈余预测更为完善的强制性制度规定,也使这一度量方法具有数据来源的可行性。因此,该方法在国内也得到了广泛的接受和认同(例如,王霞等,2008;姜付秀等,2009)。

由此,根据本文的研究目的和数据的可获得性,我们采用第三种方法测量管理者乐观主义。从中国上市公司盈利预测类型来看,主要有预盈、预亏、预降、预增和减亏等形式。借鉴姜付秀等(2009)的研究设计,如果实际的盈利水平低于预测的盈利水平<sup>②</sup>,则定义为乐观的管理者情绪;反之,则定义为悲观的管理者情绪。

(3)企业投资行为。关于企业投资行为的度量,主流财务文献的整体思路是一致的:采用投资 - 资本存量比例进行衡量,以消除规模因素带来的影响。其中,资本存量的衡量方法是一致的,都是采用期初总资产的数值;但对投资的计量却存在两种不同度量方法,一种方法是采用现金流量表中的“购建固定资产、无形资产和其他资产支付的现金”,另一种方法则采用资产负债表中的“固定资产、长期投资及在建工程的年度变化值”。但是,由于中国资本市场中利用资产减值操纵利润的例子比比皆是,相对而言,现金流量表的数据较难操纵。因此,第一种方法衡量更为准确。

由此,本文企业资本投资行为的度量数值等于“本年度购建固定资产、无形资产和其他资产支付的现金”除以期初总资产的账面价值的比例。此外,我们也考察了企业资本投资中最为核心和重要的固定资产投资行为。为了保持与资本投资行为度量的一致性,固定资产投资行为的度量数值等于本期固定资产投资额除以期初总资产的账面价值的比例。为了稳健起见,我们也用来自资产负债表的投资支出的变化值数据进行稳健性测试,结论与使用现金流量表的数据基本相同。

## 2. 控制变量

模型(1)和(3)中,参照 Baker *et al.* (2003)、Dong *et al.* (2007)、辛清泉(2007)等研

① 这是因为高管持有本公司股票大都存在限售期,无法表征高管对本公司的盈利能力的乐观或悲观预期。此外,中国上市公司较少推行股票期权计划,也阻碍了该方法的应用。

② 实际盈利低于预测的类型主要有三种:第一,预盈,但实际预亏;第二,预增,但实际盈利下降;第三,预增,但增长幅度低于预测的幅度。反之,则为实际盈利高于预测。此外,有些预测信息披露时间在披露对象期间结束之后,实际上属于“预告”,而不是“预测”,借鉴张翼、林小驰(2005)以及姜付秀等(2009)等的研究设计,我们删除了预告样本。



究,我们选取的控制变量包括度量投资机会的主营业务收入增长率(*Grows*)、期初和期末公司现金流量(*Cash<sub>0</sub>*、*Cash<sub>1</sub>*)、资产负债率(*lev*)以及公司规模(*Size*)等。此外,我们也加入了行业虚拟变量(*Industry*)和年度虚拟变量(*Year*)以控制年度效应和行业效应。

表 1 变量定义

| 变量类型 | 变量名称      | 变量符号                    | 定义  |
|------|-----------|-------------------------|---|
| 测试变量 | 资本投资      | <i>INV_C</i>            | 期末购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金/期初总资产   |
|      | 固定资产投资    | <i>INV_F</i>            | 本期固定资产投资/期初总资产  |
|      | 投资者情绪     | <i>Sent_IN</i>          | 半年期动量指标,即上一期六个月累积月度股票收益   |
|      | 管理者乐观主义   | <i>Sent_MA</i>          | 如果实际的盈利水平低于预测的盈利水平,赋值为 1 (乐观的管理者情绪);如果实际的盈利水平高于预测的盈利水平,赋值为 0 (悲观的管理者情绪) |
| 控制变量 | 主营业务收入增长率 | <i>Grows</i>            | 主营业务收入增长额/主营业务收入期初额   |
|      | 期末公司现金流量  | <i>Cash<sub>1</sub></i> | 期末经营活动净现金流量/期初总资产   |
|      | 期初公司现金流量  | <i>Cash<sub>0</sub></i> | 期初经营活动净现金流量/上一期期初总资产  |
|      | 资产负债率     | <i>lev</i>              | 期初总负债/期初总资产   |
|      | 企业规模      | <i>Size</i>             | 期初总资产的自然对数  |
|      | 高管持股比例    | <i>Ggcg</i>             | 高管持股数量/年末公司总股本  |
|      | 独立董事规模    | <i>Ddsize</i>           | 担任独立董事的人数   |
|      | 性别        | <i>Gender</i>           | 公司所有高层管理人员男女比例  |
|      | 年龄        | <i>Age</i>              | 公司所有高层管理人员年龄的平均值  |
|      | 行业虚拟变量    | <i>Industry</i>         | 参照证监会行业分类指南,共计 11 个行业虚拟变量   |
|      | 年度虚拟变量    | <i>Year</i>             | 控制不同时期宏观因素影响,共 17 个年度虚拟变量   |

模型(2)中,参照姜付秀等(2009)的研究设计,我们控制了如下一些变量包括:反映公司治理情况的高管持股比例(*Ggcg*)、独立董事规模(*Ddsize*),体现管理者个人特质变量的性别(*Gender*)和年龄(*Age*),以及资产负债率(*lev*)和公司规模(*Size*)等。我们也加入了行业虚拟变量(*Industry*)和年度虚拟变量(*Year*)以控制年度效应和行业效应。文中各变量的具体定义和计算见表 1。

### (三)数据来源与样本选取

文章以中国沪深股票市场 2002~2008 年所有 A 股上市公司为初始样本。之所以选择这一样本区间,主要是考虑到本文要使用盈余预测数据,而该数据是从 2001 年正式开始披露,2002 年披露工作开始步入正轨,从数据的客观性和可获得性来看,选择 2002 年

作为样本期间的初始年份比较合适<sup>①</sup>。

由于中国资本市场投资者情绪引致的股票价格波动剧烈,几乎所有实证研究都表明动量效应在半年内是显著存在的,而超过了半年或更长时间就会出现反转(吴世农和汪强,2007)。为了更好的刻画中国资本市场股票价格的上述波动特征,我们度量的投资者情绪为半年期指标。相应的,为了保持统计口径一致,文中所涉及的其他所有变量也均为半年期指标<sup>②</sup>。值得一提的是,在上述三个模型中,我们加入了17个半年度虚拟变量,以尽量控制季节性等“年度效应”问题。我们也对文章中所涉及的主要变量进行了时间序列的平稳性检验,结果发现,这些变量是平稳的,不存在季节性、有规律的波动。

文章中盈余预测的初始数据来源于Wind数据库,并经过手工处理而成。其他的数据主要来自于CSMAR和CCER数据库。我们首先剔除了金融行业的上市公司;其次我们剔除了相关数据缺失的公司;最后,为了稳健起见,我们也对主要连续变量极值进行了winsorize处理,并进行了稳健性测试,结论没有实质性差异。

## 五、检验结果与分析

### (一)描述性统计

从主要变量的描述性统计可以看出,资本投资的均值为0.0385,而固定资产投资均值为0.0376,说明中国上市公司的投资构成主要以固定资产投资为主,在资本投资的研究中应重点关注固定资产投资行为。

投资者情绪均值为-0.0739,说明中国股市牛短熊长的现实,即熊市持续期远长于牛市持续期,这与中国股市的实际状况相符,也与吴世农、汪强(2007)采用动量指标计量投资者情绪的符号一致,从而部分地印证了采用动量指标衡量投资者情绪的有效性。相应的,管理者乐观主义的均值小于0.5,说明在中国资本市场中管理者的悲观情绪略占强势,这与总体低落的投资者情绪的趋势相一致;此外,管理者乐观主义与投资者情绪的相关系数显著为正值,这或许印证了投资者情绪塑造管理者乐观主义的假说。

特别的,从主要变量的相关系数可以看到,无论是资本投资还是固定资产投资,其与投资者情绪、管理者乐观主义都显著正相关,这可能意味着投资者情绪及其塑造的管理者乐观主义确实是驱使中国上市公司投资行为的动力。

### (二)回归检验结果与分析

我们依次对模型(1)、(2)和(3)进行逐步回归,得到的实证检验结果如表2所示。

模型(1)报告了投资者情绪对企业投资行为的影响。按照其设计原理,投资者情绪与企业投资行为之间的关系由“ $\alpha_1$ ”来捕捉。从模型1的回归结果可以看出,在控制了期

① 这与姜付秀等(2009)的样本期间相同。

② 类似的,为了更为精细地刻画投资者情绪,Bergman&Roychowdhury(2008)采用了季度指标度量投资者情绪,其回归模型中的其他变量也均为季度指标,以保持统计口径的一致。

初与期末现金流量( $Cash_1$ 、 $Cash_0$ )、企业投资机会( $Grows$ )、规模( $Size$ )、负债水平( $lev$ )、行业和年度效应( $Industry$ 、 $Year$ )的影响之后,无论是用资本投资( $INV\_C$ )还是用固定资产投资( $INV\_F$ )来考量企业投资行为, $\alpha_1$ 在1%水平上都显著为正。这说明投资者情绪确实对企业投资行为具有显著的正向影响,该结果还表明可以进行下一步的中介效应检验。

表2 模型1-3的实证检验结果

| 变量                  | 符号               | 模型(1)                  |                      | 模型(2)                  | 模型(3)                  |                      |
|---------------------|------------------|------------------------|----------------------|------------------------|------------------------|----------------------|
|                     |                  | $INV\_C$               | $INV\_F$             | $Sent\_MA$             | $INV\_C$               | $INV\_F$             |
| $Constant$          | $\alpha_0$       | -0.0788 ***<br>(-2.68) | 0.0180<br>(0.14)     | -5.8198 ***<br>(14.29) | -0.0950 ***<br>(-3.21) | -0.0166<br>(-0.13)   |
| $Sent\_IN$          | $\alpha_1$       | 0.0096 **<br>(2.00)    | 0.0814 ***<br>(3.81) | 0.9522 ***<br>(16.49)  | 0.0115 **<br>(2.38)    | 0.0855 ***<br>(3.97) |
| $Sent\_MA$          | $\alpha_2$       |                        |                      |                        | 0.0106 ***<br>(3.52)   | 0.0226 *<br>(1.69)   |
| $Grows$             | $\alpha_3$       | 0.0001<br>(0.11)       | 0.0033<br>(0.57)     |                        | 0.0002<br>(0.88)       | 0.0034<br>(0.59)     |
| $Cash_1$            | $\alpha_4$       | 0.1055 ***<br>(6.77)   | 0.1822 ***<br>(2.64) |                        | 0.1074 ***<br>(6.92)   | 0.1862 ***<br>(2.7)  |
| $Cash_0$            | $\alpha_5$       | 0.0305 *<br>(1.86)     | -0.0312<br>(-0.43)   |                        | 0.0345 **<br>(2.11)    | -0.0228<br>(-0.31)   |
| $Size$              | $\alpha_6$       | 0.0048 ***<br>(3.54)   | 0.0026<br>(0.43)     | 0.2416 ***<br>(12.37)  | 0.0052 ***<br>(3.89)   | 0.0036<br>(0.60)     |
| $lev$               | $\alpha_7$       | -0.0007<br>(-0.69)     | -0.0037<br>(-0.80)   | 0.0114<br>(0.11)       | -0.0006<br>(-0.55)     | -0.0034<br>(-0.73)   |
| $Ggcg$              | $\alpha_8$       |                        |                      | -0.2322<br>(0.06)      |                        |                      |
| $Ddsize$            | $\alpha_9$       |                        |                      | -0.1303 ***<br>(2.77)  |                        |                      |
| $Gender$            | $\alpha_{10}$    |                        |                      | 0.87<br>(1.34)         |                        |                      |
| $Age$               | $\alpha_{11}$    |                        |                      | 0.0037<br>(0.09)       |                        |                      |
| $Industry$          | $\alpha_{12-22}$ | 控制                     | 控制                   | 控制                     | 控制                     | 控制                   |
| $Year$              | $\alpha_{23-35}$ | 控制                     | 控制                   | 控制                     | 控制                     | 控制                   |
| $N$                 |                  | 1152                   | 1151                 | 1155                   | 1152                   | 1151                 |
| $Adj-R$             |                  | 0.1536                 | 0.0184               | -                      | 0.1621                 | 0.0468               |
| $Likelihood\ ratio$ |                  |                        |                      | 195.6098 ***           |                        |                      |

注:模型(1)与(3)为线性回归,括号内为T统计值;模型(2)为逻辑回归,括号内为Wald Chi-square统计值;\*\*\*、\*\*、\*分别代表在1%、5%、10%的水平上显著。

模型(2)报告了投资者情绪对管理者乐观主义的塑造作用。容易发现,在控制了公司规模( $Size$ )、负债水平( $lev$ )、管理者个人特质变量( $Gender$ 、 $Age$ )、公司治理特征( $Ggcg$ 、

Ddsizes)以及行业和年度效应(Industry、Year)的影响之后,投资者情绪的系数 $\alpha_1$ 显著为正,说明投资者情绪确实对管理者乐观主义有显著的正向影响。

更进一步的,结合模型(3)的实证结果,我们可以判别:在投资者情绪与企业投资行为的关系中,管理者乐观主义是否扮演了中介效应的角色。模型(3)的结果显示,无论是用资本投资(INV\_C)还是用固定资产投资(INV\_F)来考量企业投资行为, $\alpha_1$ 和 $\alpha_2$ 都显著为正,这意味着,投资者情绪对企业投资行为的影响中,至少一部分是由于管理者乐观主义的中介效应产生的,即管理者乐观主义扮演了部分中介效应的角色。

综上所述,一系列的回归结果支持假说H1和H2。在中国资本市场中,高涨的投资者情绪将诱发乐观的管理者情绪,并将促使管理者高估投资项目的回报、低估其风险,从而提高企业投资水平;反之,低落的投资者情绪将促使企业投资水平降低。因此,投资者情绪确实是驱使企业投资行为的动力;在投资者情绪影响企业投资行为的过程中,至少部分通过管理者乐观主义的渠道而发挥作用,即管理者乐观主义扮演了部分中介效应的角色。

### (三)稳健性分析

为检验上述结论的稳健性,我们执行了如下敏感性分析:(1)借鉴Goyal & Yamada(2004)等的研究设计,本文采用分解Tobin's Q的方法对投资者情绪进行计量,以进一步检验上述结论的稳健性<sup>①</sup>。(2)借鉴Oliver(2005)以及余明桂等(2006)等的研究设计,以国家统计局网站公布的企业景气指数衡量管理者乐观主义<sup>②</sup>。(3)我们也对模型进行了Hausman内生性检验,检验结果进一步证实了个体情绪(管理者乐观主义)与决策更加容易受到社会情绪(投资者情绪)的影响(费斯汀格,1999;津巴多,2007;Nofsinger,2005),拒绝管理者乐观主义影响投资者情绪的假设。所有的敏感性分析结果与前文研究结论没有实质性差异<sup>③</sup>。因此,我们认为,前文的结论是比较稳健的。

## 六、研究结论与启示

延续Shleifer(2003)、Baker *et al.* (2006)等文献的分析逻辑及研究展望,为了更加接近真实的资本市场,本文更为彻底地抛弃了“完全理性假说”,将管理者乐观主义嵌入投资者情绪与企业投资行为的关系中,考察其中介效应。在这一理论逻辑框架下,利用中国上市公司的经验数据,实证研究了投资者情绪、管理者乐观主义与企业投资行为之间的关

① 该种方法的理论基础在于,Tobin's Q不仅包含未来的投资机会,也包含投资者情绪引致的股票错误定价。因此,该方法将Tobin's Q对描述公司基本面的变量组(股东权益净利率、主营业务收入增长率、资产负债率、规模)进行回归,同时控制行业和年度效应,以拟合值作为反映投资机会的基本Q的度量,以残差作为投资者情绪的代理变量。

② 自2001年以来,国家统计局每季度披露一次企业景气指数,该指数的临界值为100,区间范围为0~200。如果企业景气指数大于100,说明企业家对企业生产经营和对未来发展持乐观预期;如果企业景气指数小于100,意味着企业家对企业生产经营状况和对未来发展持悲观预期。

③ 限于文章篇幅,相应表格未予列示。读者如有兴趣,可向作者索取。

系。本文发现,投资者情绪确实是驱使企业投资行为的动力;管理者乐观主义是时变的,投资者情绪对管理者乐观主义具有塑造作用;在投资者情绪影响企业投资行为的过程中,至少部分通过管理者乐观主义的渠道而发挥作用,即管理者乐观主义扮演了部分中介效应的角色。

上述发现表明,在现实的资本市场中,存在投资者情绪影响企业投资行为的“第三条道路”,即“管理者乐观主义的中介效应渠道”。这丰富了投资者情绪影响企业投资行为的作用机理的相关文献,也有助于我们从微观企业的视角反思 2008 年以来的“金融海啸”对实体经济的传导机制。上述研究发现的政策意义在于,为规避虚拟经济波动对实体经济的冲击,在投资者情绪的低落时期,应该通过合适的经济政策“提振管理者信心与情绪”;而在投资者情绪的高涨时期,抑制管理者高涨的情绪便显得尤为重要。此外,本文将投资者和管理者的有限理性纳入同一框架展开研究,该种分析范式对拓展与整合行为公司财务理论的研究路径具有一定的参考价值。

## 参 考 文 献

- [1] 安德瑞·史莱佛(Andrei Shleifer),2003,《并非有效的市场——行为金融学导论》,中国人民大学出版社 2003 年 6 月第一版。
- [2] 杜丽虹和朱武祥,2003,《股票市场投机、公司资本配置行为及资本配置绩效:万科与新黄浦置业比较》,《管理世界》第 8 期 109~117 页。
- [3] 赫什·舍夫林(Hersh Shefrin),2007,《行为公司金融——创造价值的决策》(郑晓蕾译),中国人民大学出版社 2007 年 9 月第一版。
- [4] 姜付秀、张敏和陆正飞、陈才东,2009,《管理者过度自信、企业扩张与财务困境》,《经济研究》第 1 期 131~142 页。
- [5] 津巴多(Zimbardo),2007,《态度改变与社会影响》,人民邮电出版社,2007 年 9 月第一版。
- [6] 利昂·费斯汀格,1999,《认知失调理论》,浙江教育出版社,1999 年 6 月第一版。
- [7] 刘志远和花贵如,2009,《投资者情绪与企业投资行为研究述评及展望》,《外国经济与管理》第 6 期 54~61 页。
- [8] 花贵如、刘志远和许霁,2010,《投资者情绪、企业投资行为与资源配置效率》,《会计研究》第 11 期 41~48 页。
- [9] 刘端和陈收,2006,《中国市场管理者短视、投资者情绪与公司投资行为扭曲研究》,《中国管理科学》第 2 期 16~23 页。
- [10] 辛清泉、郑国坚和杨德明,2007,《企业集团、政府控制与投资效率》,《金融研究》第 10 期 123~142 页。
- [11] 余明桂、夏新平和邹振松,2006,《管理者过度自信与企业激进负债行为》,《管理世界》第 8 期 104~112 页。
- [12] 吴世农和汪强,2007,《迎合投资者情绪? 过度保守? 还是两者并存? ——关于公司投资行为的实证研究》,厦门大学管理学院工作论文。
- [13] 温忠麟、张雷、侯杰泰和刘红云,2004,《中介效应检验程序及其应用》,《心理学报》,第 5 期 614~620 页。
- [14] Baron R M, and D A. Kenny, 1986, "The moderator - mediator variable distinction in social psychological research : Conceptual , strategic , and statistical considerations," *Journal of Personality and Social Psychology* , 51 ( 6 ) , pp. 1173 ~ 1182.
- [15] Baker M. , R. Ruback and J. Wurgler, 2006, "Behavioral Corporate Finance: A Survey," *The Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*. edited by Espen Eckbo. New York: Elsevier/North Holland.
- [16] Baker M. , J. Stein and J. Wurgler, 2003, "When Does the Market Matter? Stock Prices and Investment of Equity - de-

- pendent Firms," *Quarterly Journal of Economics*, 118, pp. 969 ~ 1006.
- [17] David H. and S. H. Teoh, 2008, "Thought and behavior contagion in capital markets". University of California, Working Paper.
- [18] Forgas, Joseph P., 1995, "Mood and Judgment: The Affect Infusion Model (AIM)," *Psychological Bulletin*, (1), pp. 39 ~ 66.
- [19] Gilchrist, S., C. Himmelberg, and G. Huberman, 2005, "Do Stock Price Bubbles Influence Corporate Investment?" *Journal of Monetary Economics*, 52, pp. 805 ~ 827.
- [20] Goyal Vidhan K. and T. Yamada, 2004, "Asset price shocks, financial constraints, and investment: Evidences from Japan," *Journal of Business*, 2004, vol. 77, no. 1.
- [21] Hackbarth D., 2009, "Determinants of corporate borrowing: A behavioral perspective," *Journal of Corporate Finance*, 15.
- [22] Heaton J. B., 2002, "Managerial Optimism and Corporate Finance," *Financial Management*, 31, pp. 3 ~ 45.
- [23] Johnson E. J. and A. Tversky, 1983, "Affect, Generalization, and the Perception of Risk," *Journal of Personality and Social Psychology*, 45, pp. 20 ~ 31.
- [24] Keynes, J. M., 1936, "The General Theory of Employment, Interest, and Money". London: Macmillan.
- [25] Malmendier Ulrike and Tate Geoffrre, 2005, "CEO Overconfidence and Corporate Investment," *Journal of Finance*, (6), pp. 2661 ~ 2700.
- [26] McLean R. D. and Zhao M., 2009, "Investor Sentiment and Real Investment," Working Paper, University of Alberta.
- [27] Nofsinger, J. R., 2005, "Social Mood and Financial Economics," *The Journal of Behavioral Finance*, 6, pp. 144 ~ 160.
- [28] Oliver, B. R., 2005, "The Impact of Management Confidence on Capital Structure," Working Paper Series in Finance no. 05 ~ 05, Australian National University.
- [29] Polk C. and P. Sapienza, 2009, "The Stock Market and Corporate Investment: A Test of Catering Theory," *Review of Financial Studies*, 22(1), pp. 187 ~ 217.

**Abstract:** This paper incorporated limited rational investors and managers into the same framework, proposed and had proved the "intermediate channel of managerial optimism" through which investor sentiment affects corporate investment from the perspective of behavioral corporate finance. This enriched literatures on the functioning mechanism of investor sentiment affecting corporate investment, helped us to understand the macro issues how the worldwide "Financial Tsunami" spread to the real economy from the micro-enterprise perspective, expanded the research paths of theories of behavioral corporate finance.

**Key Words:** investor sentiment, managerial optimism, corporate investment

(责任编辑:王 鹏)(校对:WH)