

学校编码: 10384

分类号 \_\_\_\_\_ 密级 \_\_\_\_\_

学号: 15620101151997

UDC \_\_\_\_\_

廈門大學

碩 士 学 位 论 文

投资者情绪对企业投资行为影响的研究

The Study on Impact of Investor Sentiment to Corporate  
Investment

王 靖

指导教师姓名: 陈善昂 副教授

专 业 名 称: 投 资 学

论文提交日期: 2013 年 4 月

论文答辩时间: 2013 年 月

学位授予日期: 2013 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2013 年 4 月

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 摘 要

从20世纪80年代以来,金融市场上出现了越来越多无法用传统金融理论解释的现象和行为。为了解释这些“未解之谜”,行为金融学应运而生,其通过从投资者心理因素出发,研究投资者情绪对市场产生的影响。行为金融学认为投资者是非理性的,这些非理性行为会引起市场波动,使之偏离其内在基本价值,这种“偏差”即投资者情绪。本文在对市场异象进行解释的同时,进一步探讨了投资者情绪是否会对企业的投资行为产生影响。

本文共分为六部分。绪论和第一章提出了研究背景和意义,对相关文献进行综述,并介绍了本文的研究方法及内容框架;第二章主要介绍了投资者情绪影响企业投资行为的相关理论基础和作用机理;第三章采用主成分分析方法,选取了五个相关情绪代理变量进行投资者情绪复合指标的构建;第四章为实证部分,选取与企业投资行为有关的一系列控制变量,构建一个关于企业投资水平的多因素模型,并选取了2007-2011年间685家A股制造业上市公司作为研究样本进行实证和分析。第五章为结论部分,总结了本文的研究结果,提出一些相关建议,并指出了本文的不足和局限性。

通过实证,本文的研究结果为:一、投资者情绪与上市公司投资行为显著正相关,投资者情绪高涨的时候会导致企业的投资过度倾向加剧,造成企业投资水平提高;反之亦然。二、使用资产负债表和现金流量表的数据分别对企业投资水平进行度量,所得回归结果基本相同,从侧面反映了我国上市公司操纵利润的现象并不严重。三、投资者情绪对上市公司投资行为具有双向影响,当企业投资过度时,投资者情绪与企业投资过度程度正相关;当企业投资不足时,投资者情绪与企业投资不足程度负相关。

**关键词:** 行为金融学; 投资行为; 投资者情绪

厦门大学博硕士学位论文摘要库



## Abstract

Since the 1980s, there are more and more phenomenons and behaviors that can not be explained by traditional financial theories on the financial markets. In order to explain these mysteries, behavioral finance emerged. Behavioral finance studies the impact on the market which from investor psychological factors. Behavioral finance believes that investors are irrational. These irrational behaviors would cause market volatility to deviate from its fundamental value. This "deviation" is investor sentiment. This paper explains market anomalies, and further explores whether the investor sentiment impact on corporate investment behavior.

This paper is divided into six chapters. Introduction and first chapter is an introduction part of the proposed research background and significance of a literature review, and describes the research method and the framework; second chapter describes the theoretical basis and the mechanism of investor sentiment affect corporate investment behavior; third chapter using principal component analysis method to construct investor sentiment composite indicator from five mood proxy variables; fourth chapter is empirical part, to select a range of control variables about investment behavior, that building a multi-factor model of the level of business investment, and selected manufacturing industry 685 share listed companies from 2007-2011 ,as the study sample empirical and analytical; fifth chapter summarizes the results of this study, provides several suggestions, and points out the deficiencies and limitations.

Through empirical results of this study: First, investment in listed companies behavior significantly positively related to investor sentiment. Heightened investor sentiment will lead to corporate overinvestment, caused by the increased level of business investment; vice versa. Second, by using the balance sheet and cash flow statement data to measure the level of business investment, the regression results are basically the same. This confirms that the phenomenon of China's listed

companies' profits manipulation is not serious. Third, Investor sentiment on the investment behavior of listed companies have a two-way influence, when overinvestment, investor sentiment has positive correlation with corporate overinvestment; when underinvestment, investor sentiment has negative correlation with corporate underinvestment.

**Key words:** behavioral finance; investment behavior; investor sentiment.

厦门大学博硕士学位论文摘要库

# 目 录

绪 论 .....	1
一、研究背景及意义 .....	1
二、研究思路及内容框架 .....	3
三、论文创新点 .....	5
第一章 文献综述 .....	7
第一节 投资者情绪的基本内涵 .....	7
第二节 投资者情绪的度量方法 .....	7
一、客观测量指标 .....	8
二、主观测量指标 .....	10
三、复合指标 .....	11
第三节 投资者情绪对企业投资行为影响的研究 .....	12
一、投资者情绪影响企业投资行为的股权融资依赖渠道 .....	12
二、投资者情绪影响企业投资行为的理性迎合渠道 .....	12
第二章 投资者情绪与企业投资行为的相关理论分析 .....	15
第一节 行为金融学的理论假设及理论基础 .....	15
一、认知心理学 .....	16
二、决策科学 .....	16
三、社会心理学 .....	17
第二节 行为金融学视角下的企业投资决策 .....	18
一、企业投资决策理论 .....	18
二、行为金融学视角下的企业投资策略 .....	21
第三章 投资者情绪复合指数的构建 .....	24
第一节 投资者情绪代理变量的选取 .....	24
一、投资者新增开户增长率（AGR） .....	24
二、IPO 首日收益（IPOR） .....	25
三、沪深股市换手率（TR） .....	25

四、ARMS 指标 (ARMS) .....	25
五、消费者信心指数 (CCI) .....	25
<b>第二节 投资者情绪复合指标的构建 .....</b>	<b>26</b>
一、主成分分析方法的介绍及步骤.....	26
二、样本数据.....	27
三、构建复合情绪指数.....	27
<b>第四章 投资者情绪对企业投资行为影响的实证研究 .....</b>	<b>30</b>
<b>第一节 样本选择与数据来源 .....</b>	<b>30</b>
一、样本选择.....	30
二、数据来源.....	30
<b>第二节 研究模型构建及变量说明 .....</b>	<b>30</b>
一、研究假设.....	30
二、模型的构建.....	32
三、变量说明.....	33
<b>第三节 实证结果及分析 .....</b>	<b>36</b>
一、样本描述性统计.....	36
二、投资者情绪对企业投资行为影响模型的实证结果.....	38
三、投资者情绪对企业投资不足和投资过度影响模型的实证结果.....	42
四、稳健性检验.....	44
<b>第五章 结论.....</b>	<b>45</b>
<b>第一节 研究结论 .....</b>	<b>45</b>
<b>第二节 政策建议 .....</b>	<b>46</b>
<b>第三节 研究不足 .....</b>	<b>47</b>
<b>参考文献.....</b>	<b>48</b>
<b>致    谢.....</b>	<b>52</b>

## Contents

<b>Introduction</b> .....	1
<b>1 Research Background and Significance</b> .....	1
<b>2 Research Ideas and Content Framework</b> .....	3
<b>3 Innovation</b> .....	5
<b>Chapter 1 Literature Review</b> .....	7
<b>1.1 The Basic Connotation of Investor Sentiment</b> .....	7
<b>1.2 The Measure of Investor Sentiment</b> .....	7
<b>1.3 Research on The Effects of Investor Sentiment on Corporate Investment Behavior</b> .....	12
<b>Chapter 2 Theoretical Analysis of Investor Sentiment and Corporate Investment Behavior</b> .....	15
<b>2.1 Assumptions and Theoretical basis of Behavioral Finance</b> .....	15
<b>2.2 Enterprises Investment Decisions under Behavioral Finance Perspective</b> .....	18
<b>Chapter 3 Composite Index of Investor Sentiment</b> .....	24
<b>3.1 The Selection of Investor Sentiment Proxy Variables</b> .....	24
<b>3.2 The Construction of Composite Index of Investor Sentiment</b> .....	26
<b>Chapter 4 Empirical Research on The Impact of Investor Sentiment on Corporate Investment Behavior</b> .....	30
<b>4.1 Sample Selection and Data Sources</b> .....	30
<b>4.2 Model and Variable Description</b> .....	30
<b>4.3 Empirical Results and Analysis</b> .....	36
<b>Chapter 5 Conclusion</b> .....	45
<b>5.1 Conclusions</b> .....	45
<b>5.2 Policy Recommendations</b> .....	46
<b>5.3 Research Inadequation</b> .....	47
<b>References</b> .....	48

**Acknowledgements**.....52

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 绪 论

### 一、研究背景及意义

#### (一) 研究背景

传统金融理论研究的范式涉及到两个重要的假定：一是有效市场假说；二是“完全理性人”假说。其一系列看似“完美”的结论都是建立在这两个假设之上。在经过Friedman、Markowitz和Fama等人的不断发展和完善，传统金融理论在20世纪70年代达到了巅峰。

但随着传统金融理论发展的同时，一些违反传统定价理论和有效市场假说的实证研究也陆续被发现。面对着越来越多的“未解之谜”，许多学者开始对交易者风险偏好、信念进行反思和修正。以心理学对人们决策过程的研究成果为基础，重新审视市场价格行为的行为金融学开始受到人们的重视。

行为金融学理论最先由美国澳瑞格大学商学教授Burrell和Bauman于1951年提出。但其真正兴起于20世纪80年代后期，Debondt和Thaler与1985年发表了一篇名为《股票市场过度反应了吗？》的文章，引发了行为金融理论研究的复兴，因此被视为行为金融研究的开端。但我们不能把行为金融学看成是对传统金融学的否定，因为行为金融学并不是完全否定传统的金融理论，只是将传统金融学中一些与现实严重不符的假设进行松绑，并在理论中加入市场主体的心理特征，并将心理学等一些学科的理论融入进来，试图以更加贴近“真实”人的心理及行为模式来解释投资者及企业的行为。

企业投资是对宏观经济具有重要影响的变量，其投资理论也经历了不同的发展阶段。早期的古典经济学观点认为，通过利率的变动，可以是企业的意愿投资自动与储蓄水平相等，因此企业的投资需求是一个不用担心的问题。但面对上世纪30年代大萧条引起的长达数年的投资不足的局面，凯恩斯退古典经济学的理论提出了挑战。其认为利率的变动可能不能完全抵消投资者需求的变动，投资者需求主要取决于对齐所生产的产品未来需求的预期。古典经济学和凯恩斯主义所描述两种状态是两种极端状态，而真实经济则是位于二者之间，于是便产生了一

一新古典综合学派。该学派的柯布道格拉斯函数认为货币政策和税收政策通过影响利率、资本收益的免税、加速折旧等措施对企业投资需求进行调节。其投资理论研究的另一方向是将企业预期引入投资需求函数即托宾的“Q”理论。然而在20世纪70年代以后，上述理论对企业投资需求的解释力逐渐变弱，于是人们开始对经济周期波动中融资因素与企业投资波动之间的关系进行研究，逐步形成了企业投资的融资因素假说，为人们研究企业投资行为提供了一个新视角。

在中国，证券市场还处在一个相对刚刚起步的阶段，市场信息不对称，制度不健全，投资者教育水平参差不齐。在这样的市场中，股票价格的异动现象比比皆是。我们可以轻易举出很多例子还证明市场的非有效性。比如说：内幕交易信息泛滥、关联交易、缺乏透明度等等。在这样的市场中，股票价格到底能反映多少市场信息令人商榷。因此我们所要做的是找出每一个市场异象背后深层次的原因，来更加深入地了解中国证券市场。从这个意义上说，了解深层次的原因必须要深入研究投资者行为，而行为金融学正可以为我国研究中国市场提供一个很好的视角和研究工具。

基于上述背景，本文将借鉴前人的研究成果，建立实证研究模型分析非理性的投资者情绪所引起的股价“误定价”会对我国上市公司投资水平产生什么样的影响，希望以此能对证券监管机构及上市公司提供一些有价值的参考意见。

## （二）研究意义

传统金融学理论继承了微观经济学中“理性人”的基本假设，其认为所有的市场参与者都是理性的，并以此为基础提出传统金融学基础理论之一——有效市场假说。然而，随着近年来证券市场越来越多的实证研究表明该假设并不成立，各种学说纷纷对此提出质疑。行为金融学就是在这种背景下产生的，该理论认为金融市场上的投资者并不完全理性，市场也不完全有效，而投资者情绪则会很大程度地影响金融市场波动。

对投资者情绪进行研究主要有以下两个作用：一、投资者情绪代表了股票市场上无法被基本面所解释的部分，对其进行研究可以了解投资者预期的偏差；二、了解了投资者预期偏差后可以利用这些偏差来获取超额收益。对投资者情绪的研究是行为金融学的一个研究方向，属于对投资者群体行为影响的研究。从实践来



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库