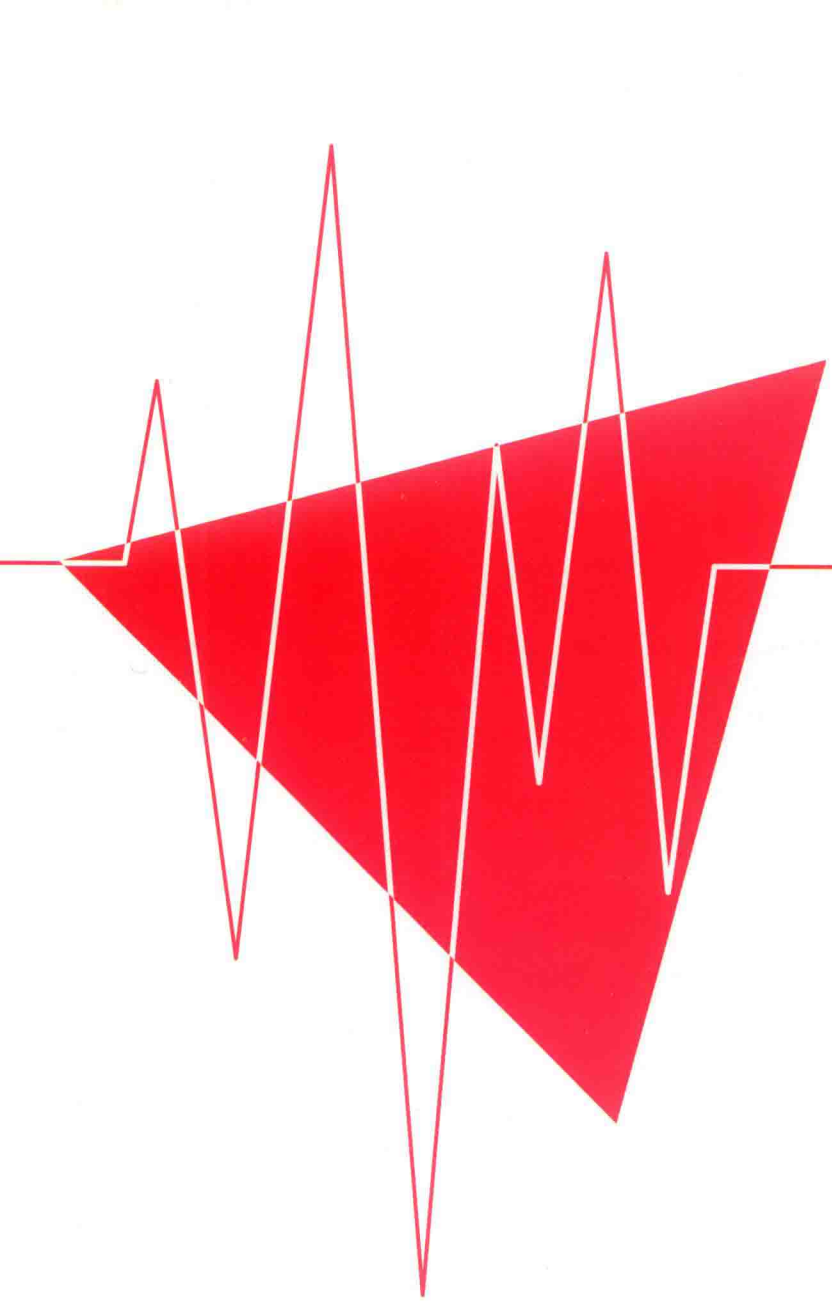




唐 玮 / 著

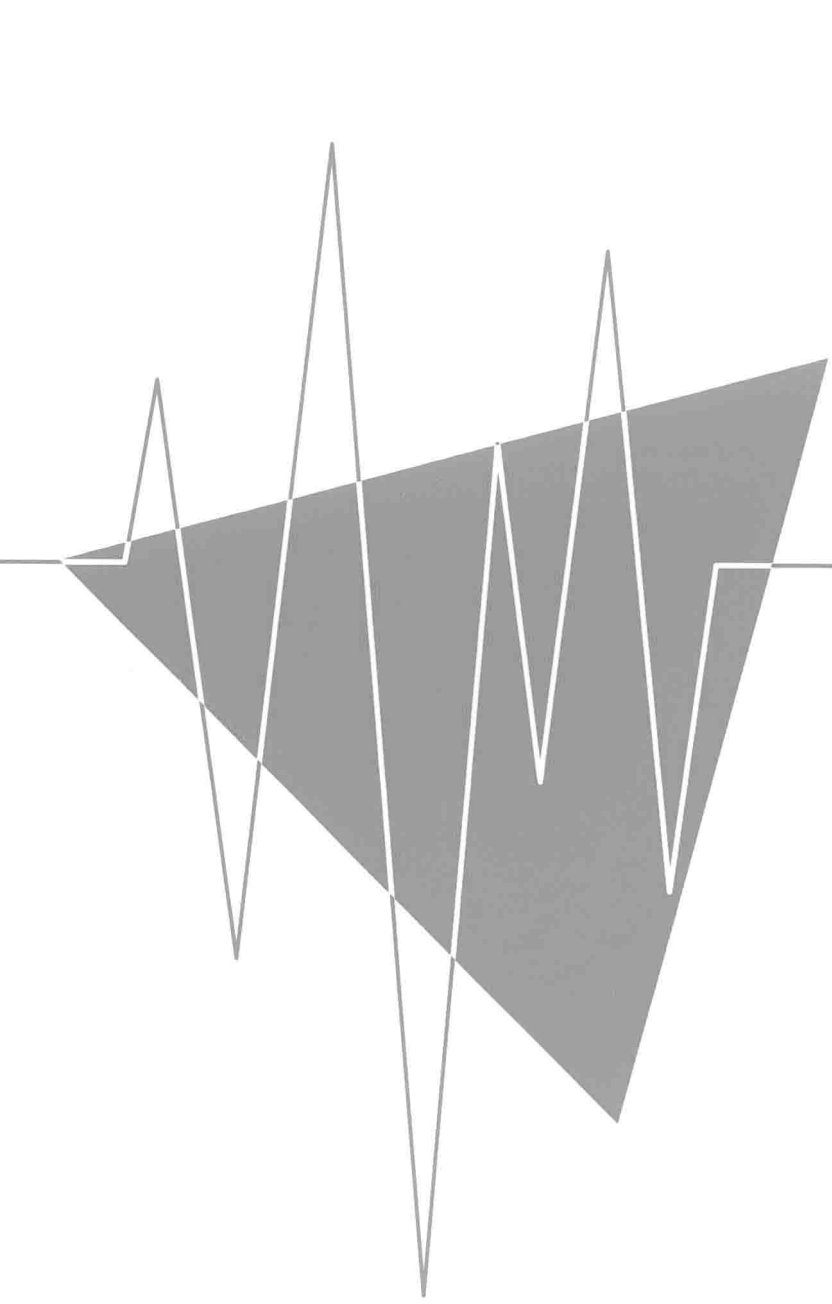
投资者情绪

对企业创新投资的影响研究

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press



唐 玮 / 著

投资者情绪

对企业创新投资的影响研究

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

投资者情绪对企业创新投资的影响研究/唐玮著. —北京:
经济科学出版社, 2017. 6

ISBN 978 - 7 - 5141 - 8117 - 3

I. ①投… II. ①唐… III. ①投资 - 经济心理学 - 心理学
分析②企业 - 投资 - 研究 - 中国 IV. ①F830. 59②F279. 23

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 126504 号

责任编辑: 周国强

责任校对: 杨 海

责任印制: 邱 天

投资者情绪对企业创新投资的影响研究

唐 玮 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京密兴印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 13.25 印张 210000 字

2017 年 6 月第 1 版 2017 年 6 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 8117 - 3 定价: 58.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191510)

(版权所有 侵权必究 举报电话: 010 - 88191586)

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn))

安徽高校自然科学研究重点项目阶段性成果（项目批准号：KJ2017A431）

前 言

本书基于行为金融学的研究视角，立足于中国特殊的制度背景与资本市场现实，依循“行为—结果”的研究路径循序渐进地系统性阐释投资者情绪对于公司创新投资的影响及经济后果。本书从“投资者—管理者—创新投资决策”的行为路径出发，通过渐进式放松“理性人假设”，首先在管理者理性的影响路径分析框架下考察投资者情绪对于公司创新投资的影响。其次，彻底摒弃“完全理性人假说”，在管理者非理性的影响路径分析框架下，剖析投资者与管理者均非理性对于公司创新投资的影响，以期更加接近真实的资本市场环境；并引入政府控制的制度设计、机构投资者持股的控制权结构、公司特征等重要影响因素，进一步分析在中国转轨制度环境下这种影响的差异性。最后，依循结果路径，从企业价值角度深入分析投资者情绪对公司创新投资存在影响的经济后果，并分析政府控制的制度背景对其存在的干预与调节作用。

全书共分为7章。第1章导论，提出本书的研究背景与选题意义，并在对主要概念进行界定的基础上，介绍本书的研究思路、内容与方法，总结研究结论与可能的创新之处。第2章理论回顾与文献述评，阐述投资者情绪影响公司创新投资的理论基础，梳理并评价投资者情绪、管理者过度自信与企业创新投资领域的已有研究，并结合中国资本市场特殊的制度环境提出本书

的研究视角。第3章理论剖析与研究假设,分别从管理者理性与管理者非理性的研究视角,从影响机理与经济后果两个方面,并嵌入中国资本市场中政府控制的制度背景、机构持股的股权结构与公司特征等因素,提出本书的研究假说。第4、5、6章对第3章提出的研究假说进行实证检验与结果分析;最后,在第7章中总结结论,并提出本书的研究启示、局限性以及未来的研究方向。

通过理论剖析与实证检验,本书得出如下主要研究结论:

第一,在管理者理性研究框架下,创新产出、投资者情绪与企业创新投入显著正相关。投资者情绪波动幅度越大,创新产出对创新投入水平的敏感性越高;进一步区分政府控制的制度背景与高新技术属性的检验发现,投资者情绪的这种调节效应在实际控制人为非政府的上市公司、具有更高融资约束程度的高新技术公司更为显著。

第二,在管理者非理性研究框架下,投资者情绪对公司创新投入存在显著正向影响,“管理者过度自信”是投资者情绪影响企业创新投入的不完全中介渠道。相对于开发式创新,投资者情绪对于公司探索式创新投入的影响更为显著;进一步的实证检验发现,投资者情绪、管理者过度自信对于企业创新投入的影响在非政府控制的上市公司、机构持股水平较高的上市公司更为显著。

第三,创新投入与企业价值存在显著正向影响。相对于政府控制的上市公司,非政府控制上市公司的创新投入对于企业价值的提升力相对较强。“投资者情绪”是政府控制的制度背景得以发挥调节效应的重要中介渠道。

本书的主要创新之处存在如下方面:

第一,研究问题的前沿性。公司财务与心理行为的交叉与碰撞已成为如今一大前沿热点问题。特别的,从行为金融学视角研究企业创新投资的相关研究十分有限,关于投资者情绪,以及基于管理者的非理性视角,将投资者与管理者的非理性行为纳入同一研究框架的研究更是相对匮乏,尤其缺乏针对转轨型经济国家的证据检验。本书的研究深化了行为金融理论在公司创新

投资领域的交叉研究，提供了制度背景基于投资者情绪对创新投资与企业价值影响的经验证据。

第二，研究内容的创新。本书通过构建个股层面的投资者情绪指数，全面、现实地考虑主要影响企业投资决策的行为人的行为特征，综合制度背景、企业特征多个维度，依托于多元化的理论研究，从管理者理性与非理性影响渠道的视角，基于管理者决策动机、管理者心理因素全面系统的分析考察投资者情绪对于企业创新投资的影响机理及其经济后果，弥补了传统行为金融理论的不足，有助于公司财务理论研究的丰富与拓展；并且通过嵌入制度设计等因素，深入洞悉制度环境是如何影响与干预心理因素介入企业的微观创新活动的作用过程，有助于充分理解政府控制的制度背景在中国资本市场所具有的经济后果，对于公司治理与企业创新具有重要的参考价值。

第三，研究视角的创新。其一，本书基于行为金融学视角，同时以公司财务、会计理论、企业管理理论为依据，在学科交叉的基础上，内容围绕微观企业的创新投资活动，通过刻画行为主体的心理因素在市场经济运行中的作用，洞悉企业创新投资决策的选择机制，横向拓宽了已有关于企业创新投资行为的研究视角。其二，本书依据创新投资的不同风险类型，将其细化为探索式创新投资与开发式创新投资，纵向拓宽了已有关于投资者情绪影响企业创新投资行为的研究视角。

第 1 章

导论 / 1

- 1.1 研究背景与研究意义 / 3
- 1.2 主要概念界定 / 12
- 1.3 研究思路、框架与方法 / 21
- 1.4 研究结论与创新之处 / 26

第 2 章

理论回顾与文献述评 / 29

- 2.1 理论回顾 / 30
- 2.2 投资者情绪与企业投资的研究述评 / 39
- 2.3 管理者过度自信与创新投资的研究述评 / 54
- 2.4 文献总结与述评——基于中国制度背景 / 59

第 3 章

理论剖析与研究假说 / 63

- 3.1 投资者情绪影响企业创新投资的理论剖析及
研究假说——基于管理者理性视角 / 64

第4章

- 3.2 投资者情绪影响企业创新投资的理论剖析及
研究假说——基于管理者非理性视角 / 70
- 3.3 投资者情绪影响企业创新投资的经济
后果分析 / 79

投资者情绪影响企业创新投资的实证研究——基于
管理者理性视角 / 85

- 4.1 实证研究设计 / 86
- 4.2 实证结果分析 / 90
- 4.3 基于制度背景、公司特征的进一步检验 / 98
- 4.4 本章小结 / 105

第5章

投资者情绪影响企业创新投资的实证研究——基于
管理者非理性视角 / 107

- 5.1 实证研究设计 / 108
- 5.2 实证结果分析 / 116
- 5.3 基于制度背景、机构持股的进一步检验 / 126
- 5.4 本章小结 / 152

第6章

投资者情绪、创新投资与企业价值 / 155

- 6.1 实证研究设计 / 156
- 6.2 实证结果分析 / 159

第7章

6.3 基于制度背景的进一步检验 / 164

6.4 本章小结 / 173

研究结论、启示与进一步研究的方向 / 175

7.1 研究结论、启示与政策建议 / 176

7.2 研究局限与未来研究方向 / 178

参考文献 / 181

后记 / 197

投资者情绪对企业创新
投资的影响研究

Chapter 1

第1章 导 论

2013年，诺贝尔经济学奖同时授予了对金融市场运行持完全相悖观点的两位经济学家：“理性”理论的代表者尤金·法玛（Eugene Fama）与“非理性”的行为金融理论的代表者罗伯特·希勒（Robert Shiller），这标志着理论界关于金融市场诸多“异象”及资本市场交易策略的有效性并未达成共识，“理性”与“非理性”之争仍将继续！……

新兴的资本市场环境与长期以个人投资者为主体的投资群体使得中国的金融市场呈现更多非理性特征，以行为金融学视角来研究中国的资本市场与公司财务问题将更加真实与完美地刻画这一影响过程与背后的作用机理。

以尤金·法玛提出的有效市场假说（efficient markets hypothesis）为奠基石之一所建构的传统公司财务理论认为，市场上的投资者足够理性，他们能够对公司的资本配置行为进行无偏估计，股票价格可以准确地反映公司的基本价值与投资机会，公司的资本投资行为与投资者情绪无关。但，1989年日本泡沫经济的崩塌、1994年墨西哥爆发的金融危机、2007年美国次贷危机引发的全球性金融海啸等经济史实使学者们开始深刻思考资本市场中的非理性因素对于实体经济的影响。资本市场的运行规律早已证实，投资者情绪的高涨抑或是低落会引致股票价格系统性地偏离其基本价值，进而影响公司的实体投资行为。

由于有效市场假说与传统的金融理论无法很好的解释证券市场中的诸多金融“异象”，如股票收益的动量效应、IPO首日收益之谜、封闭式基金折价之谜、羊群效应、规模效应等，而结合认知心理学的行为金融学理论则能够较好地给予解释，因此行为金融学在之后得以蓬勃发展，并使得公司财务与心理行为的交叉与碰撞成为现代财务学的一大前沿热点问题，正如美国著名财务学家杰·瑞特（Jay Ritter，2005）所言：“与以往的所有研究范式相比，目前财务学研究的最新进展之一就是体现在诸多学者采用行为的方法来研究公司财务问题”。随之，投资者情绪等市场非理性因素对公司经营决策的影响日渐受到公司行为财务领域的关注。而中国“新兴+转轨”的政策性资本市场环境中，投资者情绪现象比发达国家的成熟资本市场更为明显，这也为

投资者情绪理论在经济转型期国家的研究提供了良好的契机。目前有关公司创新投资的研究大多围绕公司治理、企业战略、财政政策、宏观经济环境等维度展开，忽略了资本市场中行为主体的心理这一外部非理性因素在其中存在的影响。

鉴于此，本书基于行为金融学与公司财务学理论的研究成果，在中国资本市场的现实情境下，从行为与结果两条路径全面、系统地探究投资者情绪对企业创新投资的影响及其经济后果。本书首先依循“投资者—管理者—创新投资决策”的行为路径，分别在管理者理性与管理者非理性这两个不同的影响路径分析框架下，考察投资者情绪对于公司创新投资的影响。并通过引入政府控制的制度背景、机构投资者持股的股权结构与公司特征等因素，进一步分析在中国转轨制度环境下，投资者情绪对于公司创新投资存在影响的差异性；最后，依循结果路径，深入分析投资者情绪在创新驱动价值创造过程中存在的作用。

本章的结构安排：第1.1节是研究背景与选题的研究意义；第1.2节是对研究中所涉及的主要概念进行界定；第1.3节是研究思路、研究框架与研究方法；第1.4节归纳本书的研究结论与创新之处。

1.1 研究背景与研究意义

1.1.1 研究背景与问题的提出

创新是民族进步的灵魂，是国家兴旺发达的不竭“原动力”。党的十八大报告指出：“科技创新是提高社会生产力和综合国力的战略支撑，必须摆在国家发展全局的核心地位”，要实现“科技进步对经济增长的贡献率大幅上升，进入创新型国家行列”。中国经济增长的内动力已由过去的要素驱动、

投资驱动转向创新驱动这一新的引擎。而创新驱动的核心支撑是技术创新，持续的研发投入是助推技术创新的必备“燃料”。2016年5月，中共中央、国务院印发的《国家创新驱动发展战略纲要》中进一步提出了我国创新驱动发展的三步走战略，指出战略保障之一是需要多渠道增加创新投入，引导企业成为技术创新的投入主体。可见，企业的创新投资问题关系到了国家创新目标实现的全局，无论是从全社会的宏观层面，抑或是企业的微观层面，围绕创新投资的研究都是当前空前重要的议题，具有十足战略意义。

近年来，我国的创新资源投入逐渐增长，知识产出与创新能力不断提升。2016年，中国在全球40个主要国家中创新指数综合得分位居第18位，比2015年提升一个位次，如期实现“十二五”科技规划提出的战略发展目标，创新能力遥遥领先于同一经济发展水平的国家，与创新型国家的差距进一步缩小^①。从反映自主创新能力的指标来看，我国全社会的研究与试验发展（研发）经费投入强度（研发经费占GDP比重）的比重逐年稳步提升，由2007年的1.38%提升至2015年的2.07%，达到50%的增长率。从投入主体来看，2015年各类企业研发经费支出为10 881.3亿元，比上年增长8.2%，占全部经费投入的比重为76.8%，表明企业已然成为我国技术创新的主体力量（见表1-1、图1-1所示）。

表 1-1 中国科技经费支出（2008~2014年）

	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
国家财政科技支出（亿元）	2 611.0	3 276.8	4 196.7	4 797.0	5 600	6 185	6 840
占国家财政总支出的比重（%）	4.17	4.29	4.67	4.39	4.45	4.41	4.5
R&D经费（亿元）	4 616	5 802	7 063	8 687	10 298	11 847	13 312
与国内生产总值之比（%）	1.46	1.68	1.73	1.79	1.93	2.01	2.09
企业 R&D 经费	3 382	4 249	5 186	6 118	7 842	9 076	10 309

资料来源：中国科学技术部发布的《科技统计数据汇编》。

① 数据来源于2016年6月中国科学技术发展战略研究院发布的《国家创新指数报告2015》。

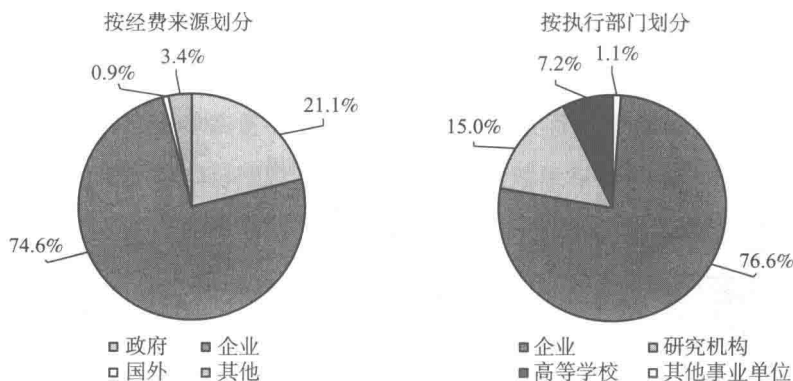


图 1-1 2015 年中国研发经费支出按来源与执行部门比重划分

资料来源：中国科学技术部发布的《科技统计数据汇编》。

但，透过这一系列振奋人心的数据背后，我们必须清楚地认识到，虽然我国研发经费总量再创新高，已位居世界第二，但与世界第一的美国相比，尚不足其 50%，并且研发投入强度（研发经费/GDP）与主要国家相比仍较低。我国 2015 年的全社会研发经费投入强度虽然比 2007 年增长了 50%，但比“十二五”规划所制定的 2015 年的 2.2% 的发展目标低了 0.13 个百分点，而美国、德国和日本在 2014 年这一比值分别已达到 2.74%、2.84% 和 3.59%，韩国更是达到了 4.29%（见图 1-2、图 1-3 所示）。从近年来我国研发经费增长的态势来看，虽然成绩喜人，但无论是研发投入规模还是投入结构，相对于建设创新型国家的客观要求、推进供给侧结构性改革与培育经济发展的新动能的迫切需求来说仍存在较大差距。国家“十三五”规划提出的 2.5% 的发展目标，任重而道远。2015 年我国规模以上工业企业的研发投入强度均值仅为 0.9%，而同期主要发达国家则为 2.5%~4%，差距不容小觑。如今，距离《国家创新驱动发展战略纲要》中提出的“2020 年跻身创新型国家行列”的发展目标只剩 3 年，要如期实现这一战略目标，除了进一步加大政府财政科技经费投入力度之外，还需要充分调动企业创新投资的积极性。由此，如何提升我国企业的创新投入水平是当前亟待解决并需要深入研

究的重要课题。

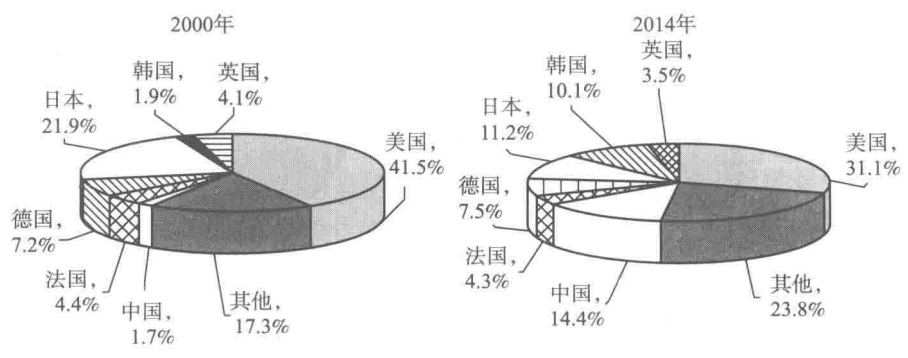


图 1-2 部分国家研发经费数量占世界份额 (2000 年与 2014 年对比)

资料来源：中国科学技术部发布的《国家创新指数 2015 报告解读》。

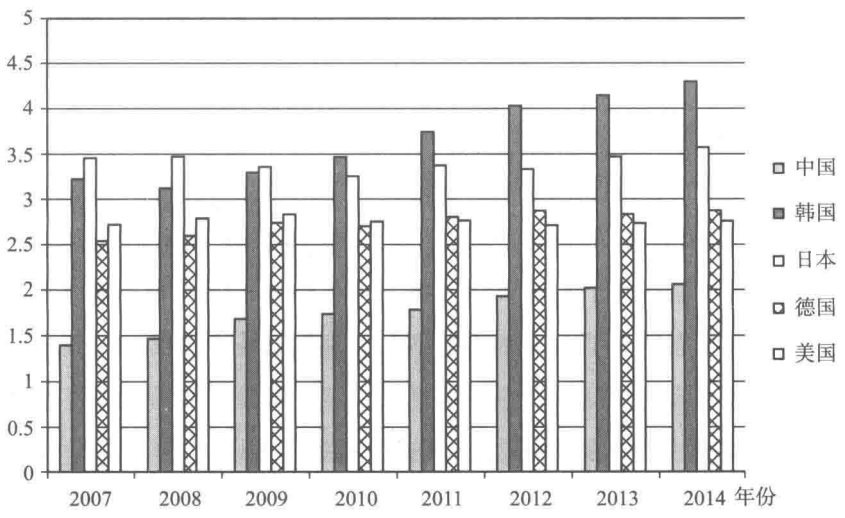


图 1-3 主要国家研发经费支出/GDP 比较 (2007 ~ 2014 年)

资料来源：由作者根据 Wind 数据库中数据整理而得。

目前，与企业创新投资相关的研究大多围绕公司治理、企业战略、财政政策、宏观经济环境等维度展开，忽略了资本市场中行为主体的心理等非理

性因素对其存在的影响。与国外较发达完善的资本市场相比,中国的资本市场成立较晚,虽历经20多年发展,仍存在诸多问题,其中最为关键也是最具特色的就是市场投资者数量结构不合理,个体投资者(散户)数量高达90%以上,机构投资者规模与持股占比均偏低^①。相对于专业的机构投资者而言,个体投资者普遍缺乏专业知识与时间精力投入,投机性强,易受情绪影响,这致使我国证券市场充斥着更多非理性因素,不稳定性与不确定性加剧。2006年以来中国股市屡乘“过山车”,各类上市公司的股票价格在不同阶段均出现了价值偏离,市场估值水平的巨大波动印证了这一点,这也为投资者情绪理论针对转型期经济国家的证据检验提供了良好的契机。投资者情绪会影响公司的实体投资行为(Baker & Wurgler, 2003; Polk & Sapienza, 2009; 花贵如, 2010),许多公司的投资决策存在迎合资本市场的公众情绪与主观意见,投资重点追随股票市场热衷的题材而随之不断变化。比如我国曾经1999年的“网络热”,2001年的“生物技术热”,以及近几年的“互联网金融热”等便是很好的例证。而创新投资作为企业一项具体且特殊的投资活动,因具有高度的信息不对称性与不确定性等特质,在投机性的市场环境中更易被投资者错误估价,投资者情绪对其应具有更大影响。但关乎此问题的理论分析与实证检验极度匮乏且薄弱。那么,在当前全面部署建设创新型国家、积极推动企业成为创新主体地位的经济背景下,基于中国转轨期的制度环境,资本市场中的投资者情绪对企业的创新投资究竟存在怎样的影响?其影响机理是什么?存在何种经济后果?这是目前亟待解决并需要深入研究的重要议题。

鉴于上述研究动机,本书基于行为金融学、公司财务等研究成果,立足于我国特殊的制度背景,结合资本市场实际,依循“行为—结果”的研究路

^① 截至2016年4月底,我国股票市场期末投资者账户数量总计10 545.41万。其中,个人投资者账户数量为10 515.73万,占比99.72%,机构投资者账户数量为28.99万,占比为0.29%。截至2015年第三季度,中国股票市场个人投资者、一般法人、专业机构投资者持股的流通市值占比例分别为41.58%、51.71%、6.71%(数据来源:东方财富Choice与Wind数据)。