

投资者情绪对企业投资水平的影响——基于数字化转型的调节效应

尹红飞

贵州财经大学，贵州贵阳，550025；

摘要：本文基于 2013 年-2022 年我国 A 股上市公司数据，深入探究了投资者情绪对企业投资水平的影响以及数字化转型在二者之间的调节作用。研究表明：（1）投资者情绪能够显著提高企业的投资水平；（2）数字化转型可以正向调节投资者情绪对企业投资水平的影响。

关键词：投资者情绪；企业投资；数字化转型；调节效应

DOI：10.69979/3029-2700.24.8.040

引言

贸易战以来，国际局势动荡，不确定因素较多，中国经济增速面临巨大压力。在这一宏观背景下，全球及国内市场的波动加剧，企业运营环境变得日益复杂多变。企业作为经济增长的微观主体，其投资决策不仅决定了企业长期发展命运，更关乎国家经济稳定增长与产业转型升级。传统经济学认为，企业作为理性“经济人”，其投资决策是完全理性的，不会受到非理性因素的影响。然而现实中企业投资决策往往会受到很多非理性因素的影响。因此行为经济学放松了理性“经济人”假设，从非理性角度探索企业投资决策的影响因素。投资者情绪作为市场非理性因素，早在 1936 年就被 Keynes 通过理论逻辑证明会导致股票价格偏离其价值，而且还会对企业投资行为产生影响。现代学者对投资者情绪如何影响企业投资水平的研究也取得一定进展。例如，花贵如（2011）研究表明投资者情绪能塑造乐观和悲观的管理者情绪进而影响企业的投资水平^[1]。

随着数字技术与互联网技术的迅速融合发展，数字化转型已经成为企业寻求发展突破的重要战略方向。然而数字化转型过程中投资者情绪如何影响企业投资水平，鲜有人研究。一方面，数字化转型作为企业积极改革的信号，会引起投资者情绪高涨，而高涨的投资者情绪会影响企业的投资水平。另一方面，当投资者情绪高涨时，企业可能出于迎合动机加快数字化转型步伐，数字化转型程度的加深可以缓解融资约束，进而影响企业投资。同时数字化转型在增强信息传输效能的基础上可以降低数据处理成本、优化资源配置，利用庞大数据帮

助企业提高运营能力，优化投资决策。因此数字化转型可能在投资者情绪与企业投资水平之间起到调节作用。由此本文选取 2013 至 2022 年间中国 A 股市场的上市公司作为研究对象，通过实证分析，探究投资者情绪如何影响企业的投资水平，以及在数字化转型过程中二者的作用机制。

1 理论分析与研究假设

行为经济学认为，市场参与主体并非都是理性的经济人，相反他们的决策行为会受到心理、情绪、偏好等非理性因素的影响，从而偏离传统经济学的帕累托最优选择。投资者情绪作为金融市场的非理性因素，一方面，可以通过股票价格，影响企业的股权融资成本进而影响企业的投资决策。孙青（2017）研究表明，高涨的投资者情绪为公司带来较低的股权融资成本^[2]。而较低的资金成本将帮助企业提高投资水平；另一方面，企业出于迎合动机，顺应高涨的投资者情绪，提高企业投资水平。翟淑萍等（2017）研究发现投资者情绪高涨时，管理者会通过理性迎合而增加研发投入^[3]。由此本文提出假设：

H1：投资者情绪可以提高企业投资水平。

数字化转型是将数字技术与传统的商业模式结合，帮助企业突破传统商业模式的限制，为企业提质增效提供动力。一方面，数字化转型与金融服务的深度融合，使得我们可以汇集并深入剖析庞大的个体行为数据及其他关联信息，以此构建一个更全面、更科学的新型数字化金融信用系统。这一系统可以帮助企业降低融资约束，提高融资效率，进而促进企业投资水平的提高。同时，数字化技术的应用，使得企业能够利用物联网、云

计算、AI 算法提高生产效率降低生产成本，提高企业的偿债能力和信誉，企业融资能力得到提升进而提高企业的投资水平；另一方面，企业在年报中明确披露了关于数字化转型的详尽信息，不仅彰显了企业对政策的积极响应，更体现了企业主动顺应时代潮流，坚定推动数字化转型的决心，而引发投资者的追捧，助涨投资者情绪。数字化转型程度越高，投资者情绪越高涨，企业越可能利用投资者情绪带来的机遇提高企业投资水平。综上所述，提出假设 H2：数字化转型正向调节投资者情绪对企业投资水平的影响。

2 实证检验

2.1 样本选取与数据来源

本文研究样本为 20013-2022 年中国 A 股上市公司。企业相关数据来源于 CSMAR 与 WIND 数据库。样本处理过程如下：剔除 ST 类、*ST 类、PT 类样本；剔除关键变量缺失严重样本；采用插值法补全剩余样本缺失值。由此得到 2013-2022 年 19043 个 A 股上市企业一年度观测值。同时对连续变量进行 1% 与 99% 分位数上的缩尾处理，以控制极端值对回归结果的影响。

2.2 变量选取与构造

被解释变量：企业投资水平（Inv）。考虑到相较于资产负债表，现金流量表更难操控，折旧在一定程度上也可以被操控，同时为了消除规模因素的影响，本文企业投资水平的度量采用辛清泉（2007）的做法^[4]，企业投资水平度量数值等于“用于购买固定资产、无形资产和其他资产支付的现金”除以期初总资产的比值。

核心解释变量：投资者情绪（Sent）。借鉴花旗如（2011）的做法，采用上一期累计月度收益率作为投资者情绪的代理指标。

调节变量：数字化转型程度（Ld）。据吴非等（2020）的做法^[5]，使用上市公司年报中与数字化转型有关词汇的词频来表示企业数字化转型程度。并且对词频取自然对数的方法，从而得到了一个标准化的衡量指标，该指标用 Ld 来表示。

控制变量：为了削弱遗漏变量对最终估计结果的影响，本文参考现有文献选取如下控制变量：期末公司现金流（Cash_1）、期初公司现金流（Cash_0）、公司规模（Size）、管理层持股比例（MHold）、独立董事占比（Indep）、公司年龄（Age）、主营业务收入增长率

（Grows）。

2.3 模型构建

2.3.1 基准模型

为检验投资者情绪对企业投资水平的影响，本文首先构建模型（4-1）中作为基准模型：

$$\begin{aligned} \text{Inv}_{ijt} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{Sent}_{ijt} + \alpha_2 \text{Control}_{ijt} + \sum \text{Stkcd}_i \\ & + \sum \text{Ind}_j + \sum \text{Year}_t + \epsilon_{ijt} \end{aligned} \quad (4-1)$$

上式中，i 代表企业，j 代表行业，t 代表年份。Inv_{ijt} 表示 i 企业 t 年的投资水平；Sent_{ijt} 表示 i 企业 t 年的投资者情绪；Control_{ijt} 为包含 i 企业在 t 年的一系列如表 4-1 所示的控制变量。Σ Stkcd_i 表示个体固定效应，Σ Ind_j 表示行业固定效应，Σ Year_t 表示年份固定效应。

2.3.2 调节效应模型

为检验数字化转型在投资者情绪对企业投资水平的影响中存在的调节效应，将数字化转型（Ld）作为调节变量带入模型进行检验。因此，构建模型如下：

$$\begin{aligned} \text{Inv}_{ijt} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Sent}_{ijt} + \beta_2 \text{Ld}_{ijt} + \beta_3 \text{Sent} * \text{Ld}_{ijt} \\ & + \beta_4 \text{Control}_{ijt} + \sum \text{Stkcd}_i + \sum \text{Ind}_j \\ & + \sum \text{Year}_t + \epsilon_{ijt} \end{aligned} \quad (4-2)$$

其中，Ld 为数字化转型程度，Sent * Ld_{ijt} 为投资者情绪与数字化转型的交乘项。其他变量含义与模型（4-1）相同。

2.4 基准回归结果

表 2-1 展示了基准回归结果。表 2-1 展示了基准回归结果。其中，第（1）列展示的是不控制固定效应的情况下的估计结果，第（2）列显示的是控制固定效应的情况下的估计结果，两列核心解释变量的回归系数分别为 0.0189、0.017，并在 1% 的水平上显著为正，说明在控制时间、个体、行业固定效应后说明投资者情绪可以显著正向影响企业投资水平，假设 H1 得到验证。

表 2-1 基准回归与调节效应检验结果

Variables	(1)	(2)	(2)
	Inv	Inv	Inv
Sent	0.0189*** (0.0014)	0.0170*** (0.0018)	0.0168*** (0.0018)
Ld			0.0016*** (0.0004)
Ld*Sent			0.0013***

_cons	0.6280*** (0.0345)	0.6912*** (0.0429)	0.4144*** (0.0374)
控制变量	是	是	是
固定效应	否	是	是
N	19043	19043	19043

注：*、**和***表示在 10%，5% 及 1% 的显著性水平下通过检验。

2.5 数字化转型的调节效应检验

调节效应结果如表 2-1 所示，第（2）列表示投资者情绪对企业投资水平的总效应在 1% 的水平上显著，投资者情绪可以促进企业投资水平的提高。第（3）列显示，投资者情绪对企业投资水平的回归系数为 0.0168，在 1% 的水平上显著为正；数字化转型的回归系数为 0.0016，在 1% 的水平上显著为正；同时数字化转型与投资者情绪的交互项的回归系数为 0.0013，也在 1% 的水平上显著为正。上述结果证明，假设 H2 成立，即数字化转型可以正向调节投资者情绪对企业投资水平的影响。

2.6 稳健性检验

为了验证文章研究结论的稳健性，本文使用以下方法进行检验，（1）替换被解释变量，根据现有文献，使用换手率作为解释变量代入回归；（2）核心解释变量滞后一期。结果表明本文的相关结论仍然显著成立，本文结论稳健性显著。

3 结论与启示

本文在理论分析基础上选取中国 A 股上市公司 2013-2022 年的数据样本，通过实证检验投资者情绪对企业投资水平的影响，并进一步检验探讨了债务融资在其中的作用机制，以及投资者情绪对企业投资水平影响的异质性。本文的研究结论可归纳总结为如下几点。第一，投资者情绪能够提高企业投资水平。上述结论经过

稳健性检验后依然成立。第二，数字化转型在投资者情绪与企业投资水平之间中发挥正向调节作用。

本文的政策启示：首先，企业应该积极抓住投资者情绪高涨带来的市场机遇，制定明确的投资目标和战略，确保投资活动与企业愿景和战略目标相一致，提高企业的投资水平。其次，企业应当顺应数字化转型潮流，建立数字化治理组织架构，利用数字技术的普惠特性和信息共享机制，优化融资环境，提高外部融资，特别是债务融资效率，进而提高企业长期投资能力。

在企业数字化转型过程中政府应该予以政策帮扶，加强数字化基础设施建设，特别是投资者情绪低落，投资水平不高的企业，应当给予政策照顾，帮助企业跟随数字化转型的潮流，提高数字化转型程度，进而提高企业投资水平，增强企业可持续发展能力。同时政府还应该建立健全数字化转型反馈机制与帮扶机制，对于受自身发展限制而没有资金和能力的企业，政府应当提供充足的资金和技术支持，帮助其加快数字化转型进程，使其能够利用数字化转型带来的契机，提高投融资水平。

参考文献

- [1] 花贵如, 刘志远, 许骞. 投资者情绪、管理者乐观主义与企业投资行为 [J]. 金融研究, 2011, (09): 178-191.
- [2] 孙青. 现金持有、投资者情绪与股权融资成本 [J]. 财会通讯, 2017, (18): 86-90.
- [3] 翟淑萍, 黄宏斌, 何琼枝. 投资者情绪、研发投入及创新效率——基于理性迎合渠道的研究 [J]. 华东经济管理, 2017, 31(12): 44-52.
- [4] 辛清泉, 林斌. 债务杠杆与企业投资: 双重预算软约束视角 [J]. 财经研究, 2006, (07): 73-83.
- [5] 吴非, 向海凌, 刘心怡. 数字金融与金融市场稳定——基于股价崩盘风险的视角 [J]. 经济学家, 2020, (10): 87-95.