

投资者情绪对创业板股票收益率的影响研究 ——基于多维度情绪指标的实证分析

吕晓彤

(山东财经大学, 山东省济南市, 250000)

摘要: 创业板市场因其高成长性与高风险特征, 更容易受到投资者情绪驱动。本文基于行为金融学理论, 结合企业的账面市值比、股票收益动量、托宾 Q 及股票换手率这四个投资者情绪子维度进行正交化处理, 以消除公司基本面因素的影响, 将残差作为投资者情绪替代变量进行主成分分析, 构建综合情绪指标, 探究 2011-2023 年创业板市场中投资者情绪对股票收益率的动态影响。研究发现: (1) 投资者情绪指数对创业板收益率存在显著负向影响, 且情绪冲击的效应在短期内更为强烈; (2) 稳健性检验进一步验证了这一结论, 无论是剔除 2020 年疫情样本还是采用滞后变量法, 投资者情绪的负向影响依然显著; (3) 异质性分析表明, 投资者情绪对股票收益率的负向影响在不同企业类型中均存在, 但在制造业和非国企中更为显著, 这可能与这些企业的市场环境和治理结构有关。本研究为理解新兴市场非理性波动提供了经验证据, 并对投资者风险管理和监管政策制定具有实践启示。

关键词: 投资者情绪; 创业板; 股票收益率; 行为金融学

中图分类号: F8

文献标识码: A

1. 引言

创业板市场自 2009 年 10 月正式上市至 2021 年 12 月底, 共有 1090 家上市企业, 其中仅 2021 年新上市公司数量为 199 家, 已成为主板市场之外的重要补充证券流通市场。创业板市场的存在为创新型、高科技型的中小企业以及暂未达到上市要求的公司提供了融资渠道与资金支持, 所以具有市值规模较小和抗风险能力较差的特点, 但同时也具备了较高的成长空间。

随着我国金融市场重心的转移, 相关二级市场的政策改革也在不断推进。2019 年 12 月“新证券法”全面推行注册制^[14], 次年 4 月创业板率先推广实施注册制, 在多个方面提出了针对性的改革措施。例如, 为提升企业的融资效率和信息披露的真实性, 以信息披露为核心, 进一步压缩发行审核时间; 交易机制改革实行增量与存量相结合, 如新股 IPO 后的前五个交易日不设价格涨跌幅、引入盘中临时停牌机制等, 增加连续竞价期间“价格笼子”, 有效减少了股价异常波动现象的发生, 提升交易连贯性; 同时完善退市指标进一步加速了市场出清, 淘汰“僵尸企业”。

总体而言, 随着近年创业板市场改革的不断推进, 市场总体波动性逐步下降, IPO 数量快速增长, 可投资范围不断扩大, 投资者对创业板市场股票的关注度不断提升。

在传统金融理论中, 认为市场是有效的, 投资者行为是理性的, 然而, 在实际市场中, 并不存在绝对理性的投资者, 市场中也存在着许多有效市场理论无法解释的异象, 如市场恐慌或股市崩溃, 在这类情况下, 投资者往往愿意不惜一切代价完成交易, 而非追求公平价值。针对这些市场现象和投资者行为的局限, 由此产生并迅速发展出了行为金融学^[20]。

行为金融学指出投资者情绪会在很大程度上影响证券价格, 通过研究投资者的心理和行为偏差, 行为金融学提供了对传统金融理论中无法解释现象的新视角, 强调了投资者非理性行为对市场动态的影响。在投资者情绪对股票市场影响的研究中, 我们最关注的特征指标是收益率, 即投资者情绪能否准确的预测未来市场的收益。

创业板市场因其高成长性与高风险特征,更容易受到投资者情绪驱动,通过研究创业板股票收益率与投资者情绪的关系,可加深对动态市场的理解,并为创业板股票市场的发展提供建议。

2. 文献综述

2.1 投资者情绪的理论基础

传统金融理论基于有效市场假说,认为市场交易者均为理性交易者,并未考虑情绪因素对动态市场的影响。随着越来越多的实证研究表明市场中存在大量与传统金融理论不同的差异,使得行为金融学得到快速发展。行为金融学通过将心理学和行为科学的原理纳入金融学的分析框架中,对传统的金融理论进行了补充并提出挑战。行为金融学中的噪声交易理论^[22]为投资者情绪所产生的非理性交易行为提供了理论依据。

Black(1986)最早对噪声交易的相关概念进行了准确的界定。在投资决策中,信息是能够为投资者提供真正的预测资产价值变动的正确的信息,而噪声则恰恰与信息相反,它是为投资者提供的与资产的基础价值无关,相反还会使它产生非理性变动的错误的信息。因此在交易中接受信息,并且做出正确的投资决策的我们称之为理性投资者,而在交易中将噪声当作信息的人称之为噪声交易者。

DeLong、Shleifer 和 Waldmann(1990)创新性的提出了模型,也就是噪声交易者模型,该模型最大的贡献在于它将投资者分为两大类,即理性投资者和噪声交易者。理性投资者能够依据市场所提供的信息,理性的预期判断并通过套利使得投资资产的价格趋于理性化;噪声交易者在投资交易过程中由于缺乏相应的市场信息而导致各种认知偏差,所以其在投资交易中往往表现的是非理性的。

2.2 投资者情绪的测度方法

投资者情绪的测度是心理学和金融学领域的一个重要议题,梳理现有文献,按照代理变量获取方法,有关投资者情绪的测度方法主要分为三类。

一是直接指标法,也称作主观指标法或显性指标法。通过对不同调研对象进行分类,设计特定的调查问卷,进而通过访谈、电话等方式获取数据,从而直接获取各类投资者对未来股票市场主观研判的一手数据。现有的直接测量指标包括美国散户投资人情绪指数(AAII)、投资者智能指数(II)以及我国的投资者信心指数等。

二是复合指标法。Baker 和 Wurgler(2006)通过主成分分析法剔除宏观经济因素的影响,构建了投资者情绪综合指数。Daetal.(2015)利用 Google 搜索量构建情绪代理变量,证明散户关注度与短期股价正相关,但长期存在反转效应。张峥等(2014)基于融资融券余额构建情绪指标,发现情绪对 A 股短期收益率有显著正向影响。向诚和陆静(2018)通过验证技术指标与综合指标之间的显著相关性,间接验证了技术指标在市场和个股层面的有效性。

三是文本分析法。随着互联网、大数据技术的飞速发展,学者们将视角逐步转向新闻网站、社交媒体等信息平台。Clark 和 Statman(1998)发现其中所蕴含的投资者情绪信息对股票未来价格有一定的预测能力。黄润鹏等(2015)的研究采用文本挖掘技术^[9]爬取微博、论坛等的文本信息,提取出能够反映投资者情绪的信息并构建代理指标,研究发现这些指标对股票收益具有显著的预测作用。王美今等(2020)结合股吧评论情感分析^[7],证明创业板情绪波动比主板更剧烈,且情绪冲击的持续性更强。

对比三种指标,其中单一指标易受到自身和宏观因素的影响,而通过文本挖掘获取的指标则会掺杂过多主观因素,因此利用市场指标所构建的投资者情绪指数[1]能够更加有效地反映投资者情绪变化信息。现有文献中大多数投资者情绪的测度方法主要是借鉴 B W 指数,但经典 B W 指数法中选取的代理指标并不适用于描述发展中国家资本市场的实际情况。近年来,学者们进一步利用主观情绪指标及客观情绪指标刻画我国投资者真实情绪,但在指标选取方面仍存在较大差异,投资者情绪的测度方法有待进一步验证及扩展。

2.3 投资者情绪与股票市场收益

国外学者对投资者情绪与股票收益率的研究已有较为成熟的研究体系,主要围绕情绪指标的构建、市场异象及行为金融学理论展开。Stambaugh et al. (2012) 发现情绪高涨时期,套利限制会加剧股票的错误定价,尤其对高估股票的影响更大。Antoniou et al. (2016) 通过跨国比较,指出情绪效应在新兴市场中更强,因其信息不对称程度更高。Barberis et al. (2015) 基于投资者关注理论,证明情绪通过影响投资者的有限注意力导致资产错误定价。

国内研究多聚焦于 A 股市场,尤其关注散户情绪与政策市特征,刘维奇等 (2018) 采用央视财经 AMI 指数,验证情绪在牛市中助推泡沫,在熊市中加速下跌。李志生等 (2016) 发现创业板股票的收益率对百度搜索指数更敏感,因其散户占比高。部分学者如陈国进 (2019) 指出, A 股市场的情绪效应受政策干预影响显著,导致投资者情绪与收益率关系呈现非线性特征。

2.4 文献评述

已有的研究文献多数聚焦主板或混合样本,对创业板特异性研究较少,忽视创业板高波动、高成长特性的影响。此外,国内研究多依赖融资融券或调查数据,情绪指标单一,缺乏多源融合指标。本文的改进方向专注于创业板市场,结合其散户主导、政策敏感的特点提出假设,构建综合情绪指标提高测度精度,并采用面板数据模型分析投资者情绪效应。

3. 方法模型

3.1 投资者情绪影响股票收益率的理论机制

投资者情绪通过影响市场参与者的交易行为,改变股票供需关系,最终导致价格偏离基本面价值。情绪会驱动非理性交易行为,在乐观情绪主导时投资者通常会过度自信,进而高估收益、忽视风险,导致追涨杀跌,资金加速流入市场,短期内需求激增。由于创业板股票流通盘^[18]较小,资金涌入易导致供不应求,股价会快速上涨。但当投资者的悲观情绪处于优势地位时,投资者往往会恐慌性抛售,加剧股价下跌。创业板股票因流动性较差,价格下跌幅度将会超过主板。

综上所述,短期内情绪推动的价格可能持续偏离基本面,但长期市场套利力量逐步修正错误定价,但创业板因套利限制修正速度较慢。

由于创业板市场由散户主导,其情绪敏感度高,且股票市值小,机构持仓比例较低,少量资金即可推动价格大幅波动。此外,由于创业板受政策直接影响较小,公司多为高科技、高成长企业估值难度大,情绪驱动的波动更难被快速平抑。因此,由于创业板市场的特殊性,导致情绪对创业板股票收益率^[13]的影响被显著放大。

3.2 研究假设与模型构建

基于投资者情绪对创业板股票收益率的影响机制,提出以下研究假设:

H1: 投资者情绪对创业板收益率存在显著负向影响。

H2: 投资者情绪对创业板不同类型的股票影响存在显著差异。

上市公司投资者情绪指数是衡量投资者对上市公司股票的情绪和预期的一个综合指标。通过分析一系列企业财务指标与股票市场表现,结合投资者情绪相关因素,最终形成这一指数。参考唐玮、翟胜宝 (2022) 的文章,选取营业收入增长率、权益收益率、股票收益率、资产负债率、企业规模等反映公司未来增长前景、风险以及信息不对称等基本面因素的替代变量与企业的账面市值比、股票收益动量、托宾 Q 及股票换手率这四个投资者情绪子维度进行正交化处理,以消除公司基本面因素的影响,然后将残差作为投资者情绪替代变量进行主成分分析,取合计解释力度为 85% 的主成分因子最终合成投资者情绪综合指数。

本文实证研究的核心变量为投资者情绪综合指数 (主要通过主成分分析法合成得到) 与创业板收益率 (采用样本股票的对数收益率); 控制变量包括企业规模、股权集中度、资产

负债率、现金比率、董事会规模及上市年份等，具体变量定义参照表 1。

表 1 变量定义

变量	名称	定义
被解释变量	股票收益率（return1）	ln (1+考虑现金红利再投资的年个股回报率)
解释变量	投资者情绪指数（emo）	因子合成测得
控制变量	企业规模（Size）	企业资产取对数
	股权集中度（Top1）	第一大股东持股比率
	资产收益率（ROA）	利润/总资产
	资产负债率（Lev）	总负债/总资产
	现金比率（CashFlow1）	现金/流动性负债
	董事会规模（Board）	董事会规模
	上市年份（FirmAge）	上市年份

实证探究投资者情绪指数对股票收益率的影响，提出构建实证研究的主回归模型：

$$\text{return1}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{emo}_{it} + \sum \beta_j \text{Controls}_{it} + \text{id}_{it} + \text{year}_{it} + \mu_{it} \quad (1)$$

其中，Controls 表示控制变量，id 表示固定企业个体，year 表示固定年份。

4. 样本选择与描述性统计分析

4.1 数据来源与样本选择

本文选取 2011-2023 年创业板上市企业数据作为研究样本，在数据处理方面，首先剔除异常值样本，以确保样本的财务健康性；其次，删除了数据缺失严重的观测值，保证数据的完整性；最后，为避免极端值对实证结果产生偏差，对所有连续变量进行了上下 1%的缩尾处理。经过上述严格筛选，最终确定有效观测值 6348 个。数据都来自于 Wind 数据库和国泰安。且经过 stata18 分析。

4.2 描述性统计分析

本文对 2011-2023 年创业板上市企业数据展开分析，经严格筛选确定 6348 个有效观测值，结果见表 2。股票收益率（return1）均值为 0.039，标准差为 0.439；投资者情绪指数(emo)均值为 0.127，标准差为 0.6；企业规模(Size)均值为 21.625，标准差为 0.875；股权集中度（Top1）、资产收益率（ROA）、资产负债率（Lev）、现金比率（CashFlow1）、董事会规模（Board）、上市年份（FirmAge）等变量也各有相应均值与标准差。整体来看，数据呈现出一定离散程度，但分布相对集中，表明各变量在样本企业中存在差异，同时也具备一定共性特征，为后续分析奠定良好基础。

表 2描述性统计分析

Variable	N	Min	Max	Mean	SD
return1	6348	-1.723	2.726	0.0390	0.439
emo	6348	-1.119	3.186	0.127	0.600
ROA	6348	-0.578	0.220	0.0250	0.0870
Size	6348	19.56	26.45	21.62	0.875

(续表)

Lev	6348	0.0380	0.934	0.352	0.188
CashFlow1	6348	-0.418	0.266	0.0420	0.0640
Board	6348	1.609	2.565	2.049	0.191
Top1	6348	0.0760	0.740	0.279	0.122
FirmAge	6348	1.386	3.664	2.890	0.290

5. 实证结果与分析

5.1 相关性分析

相关性分析具体见表 3, 分析结果表明, 各变量间存在不同程度的关联。股票收益率 (return1) 与投资者情绪指数 (emo) 呈显著正相关 (0.075), 与资产收益率 (ROA) 的相关性为 0.206, 显著性水平较高。企业规模 (Size) 与股权集中度 (Top1) 存在显著负相关 (-0.090), 与资产负债率 (Lev) 呈显著正相关 (0.362)。其他变量如董事会规模 (Board)、现金比率 (CashFlow1)、上市年份 (FirmAge) 等之间也存在显著相关性, 但多数相关系数较小, 表明变量间虽有联系但线性关系不强。

表 3 相关性检验结果

	return1	emo	ROA	Size	Lev	CashFlo w1	Board	Top1	FirmA ge
return1	1								
emo	0.075**	1							
	*								
ROA	0.206**	0.038**	1						
	*	*							
Size	-0.099*	0.0130	0.053**	1					
	**		*						
Lev	-0.059*	0.038**	-0.349*	0.362**	1				
	**	*	**	*					
CashFlo w1	0.111**	0.037**	0.341**	0.052**	-0.204*	1			
	*	*	*	*	**				
Board	-0.0050	-0.045*	0.055**	0.127**	0.029**	0.00100	1		
	0	**	*	*					
Top1	0.037**	-0.071*	0.189**	-0.090*	-0.101*	0.085***	-0.053*	1	
	*	**	*	**	**		**		
FirmAge	-0.074*	-0.0030	-0.074*	0.125**	0.088**	0.042***	0.0100	-0.113*	1
	**	0	**	*	*			**	

注: t-statistics in parentheses*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

5.2 多重共线性检验

多重共线性检验显示,所有变量的 VIF 值均小于 2,远低于临界值 10,表明不存在严重共线性问题。平均 VIF 值为 1.160,进一步确认模型整体的共线性风险较低。

表 4 多重共线性检验结果

Variable	VIF	1/VIF
Lev	1.390	0.719
ROA	1.340	0.747
Size	1.250	0.801
CashFlow1	1.160	0.863
Top1	1.070	0.936
FirmAge	1.040	0.965
Board	1.030	0.976
emo	1.010	0.985
Mean	VIF	1.160

5.3 基准回归结果

豪斯曼检验 ($\chi^2(8) = 236.75$, Prob > $\chi^2 = 0.0000$) 拒绝随机效应模型假设,支持使用固定效应模型。

基础回归结果表明,投资者情绪指数(emo)对股票收益率(return1)具有显著的负向影响。在模型(1)中,emo 的系数为-0.051,显著性水平为 1%,初步显示出投资者情绪对股票收益率的负向作用。在模型(2)中,emo 的系数增加到-0.063,显著性水平仍为 1%,表明其影响更加显著。这可能由于当投资者情绪高涨时,投资者可能过度乐观,推动股价偏离其基本面价值,导致后续收益率下降。此外,控制变量如企业规模(Size)、资产收益率(ROA)、资产负债率(Lev)、现金比率(CashFlow1)、董事会规模(Board)、股权集中度(Top1)、上市年份(FirmAge)等对企业价值也有不同程度的影响(具体结果见表 5),表明在分析投资者情绪对股票收益率的影响时,需要综合考虑企业内部治理结构和财务状况等因素的作用。

表 5 基础回归结果

VARIABLES	(1) return1	(2) return1
emo	-0.051*** (-4.78)	-0.063*** (-6.13)
ROA		1.268*** (19.44)
Size		-0.155*** (-12.56)
Lev		0.296*** (6.22)
CashFlow1		0.284*** (3.31)
Board		-0.088** (-2.12)
Top1		-0.135 (-1.44)
FirmAge		0.038

(续表)		
Constant	0.045*** (9.96)	(0.35) 3.358*** (8.26)
Observations	6,273	6,273
R-squared	0.491	0.535
firm FE	YES	YES
Year FE	YES	YES

注: t-statistics in parentheses*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

5.4 稳健性检验

为检验研究结果的稳健性,本文分别采用滞后变量法和剔除疫情样本的方法进一步进行了回归分析,结果如表 6。在自变量滞后一期的模型中,投资者情绪指数(emo)对股票收益率(return1)的回归系数为-0.183,在 1%的水平上显著,表明投资者情绪对股票收益率有着显著的负向影响。结果表明我们研究的模型在时间层面具有相当的稳健性。

所谓的提出疫情样本就是剔除了 2020 年以后的观测值,仅仅用 2020 年以前的数据进行回归。在剔除疫情样本的模型中,投资者情绪指数(emo)的回归系数仍达-0.127,在 1%的水平上显著,表明投资者情绪的发展对股票收益率有着显著的负向影响。可以看到,即使是新冠疫情这样的外生重大影响事件也无法动摇投资者情绪对股票收益率的影响的稳健性。

整体而言,无论是采用滞后变量法还是剔除异常样本,研究结果均表明投资者情绪对股票收益率具有显著的负向影响,进一步验证了研究结论的稳健性。这样的结果也更能够帮助我们理解投资者情绪在股票市场中的作用机制。

表 6 稳健性检验结果

VARIABLES	(自变量滞后一期) return1	(剔除疫情样本) return1
L.emo	-0.183*** (-17.14)	
ROA	1.233*** (18.45)	1.137*** (12.82)
Size	-0.144*** (-10.41)	-0.113*** (-5.35)
Lev	0.279*** (5.41)	0.262*** (3.34)
CashFlow1	0.303*** (3.31)	0.369*** (2.89)
Board	-0.127*** (-2.84)	-0.079 (-1.26)
Top1	-0.070 (-0.67)	-0.339** (-2.21)
FirmAge	0.032 (0.24)	0.186 (1.15)
emo		-0.127*** (-8.15)
Constant	3.239*** (6.55)	2.090*** (3.24)
Observations	5,209	2,960

(续表)

R-squared	0.564	0.682
firm FE	YES	YES
Year FE	YES	YES

注: t-statistics in parentheses*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

5.5 异质性分析

为检验投资者情绪指数对股票收益率的影响是否存在异质性, 本文通过分组回归分析, 探讨不同企业类型(制造业与非制造业、国企与非国企)下的影响差异, 具体结果见表7。在非制造业中, 投资者情绪指数对股票收益率的回归系数为-0.066, 在1%的水平上显著, 表明投资者情绪对非制造业企业的股票收益率有显著的负向影响。在制造业中, 该系数为-0.072, 也在1%的水平上显著, 表明影响程度略高于非制造业。在非国企中, 投资者情绪指数对股票收益率的回归系数为-0.068, 在1%的水平上显著, 表明其对非国企的股票收益率有显著的负向影响。在国企中, 该系数为-0.070, 但仅在10%的水平上显著, 表明影响程度低于非国企。

进一步分析其他控制变量发现, 资产收益率(ROA)在非制造业中的回归系数为0.932, 在1%的水平上显著; 在制造业中为1.516, 同样在1%的水平上显著, 表明制造业的资产收益率对企业价值的正向影响更大。企业规模(Size)在非制造业中的回归系数为-0.130, 在1%的水平上显著; 在制造业中为-0.172, 也在1%的水平上显著, 表明制造业的企业规模对企业价值的负向影响更大。资产负债率(Lev)在非制造业中的回归系数为0.088, 不显著; 在制造业中为0.438, 在1%的水平上显著, 表明制造业的资产负债率对企业价值有显著的正向影响。

综上所述, 异质性分析表明, 投资者情绪指数对股票收益率的负向影响在不同企业类型中均存在, 但在制造业和非国企中影响更为显著。这一结果揭示了投资者情绪影响股票收益率的广泛性和适应性, 同时强调了企业类型在投资者情绪与股票收益率关系中的调节作用。

表 7 异质性检验结果

VARIABLES	(非制造业) return1	(制造业) return1	(非国企) return1	(国企) return1
emo	-0.066*** (-3.55)	-0.072*** (-5.85)	-0.068*** (-6.23)	-0.070* (-1.80)
ROA	0.932*** (9.61)	1.516*** (17.22)	1.311*** (18.22)	0.691** (2.52)
Size	-0.130*** (-5.86)	-0.172*** (-10.98)	-0.157*** (-11.69)	-0.220*** (-4.26)
Lev	0.088 (1.07)	0.438*** (7.29)	0.297*** (5.57)	0.447** (2.45)
CashFlow1	0.369** (2.55)	0.206* (1.94)	0.324*** (3.42)	0.051 (0.19)
Board	-0.096 (-1.29)	-0.087* (-1.73)	-0.091** (-1.98)	-0.045 (-0.24)
Top1	-0.317* (-1.71)	-0.079 (-0.72)	-0.191* (-1.73)	-0.114 (-0.36)
FirmAge	-0.156 (-0.81)	0.137 (1.04)	-0.024 (-0.20)	0.245 (0.45)
Constant	3.514*** (4.50)	3.363*** (6.81)	3.590*** (7.99)	4.028** (2.10)

(续表)

VARIABLES	(非制造业) return1	(制造业) return1	(非国企) return1	(国企) return1
Observations	1,890	4,379	5,498	539
R-squared	0.569	0.540	0.545	0.540
firm FE	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES

注: t-statistics in parentheses*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

5.6 实证分析结论

本文通过对 2011 - 2023 年创业板上市企业数据的实证分析, 得出以下结论: 投资者情绪指数 (emo) 对股票收益率 (return1) 具有显著的负向影响。基础回归结果显示, emo 的回归系数在不同模型中逐渐增强, 从 -0.051 (1% 显著性水平) 增加到 -0.063 (1% 显著性水平), 表明投资者情绪对股票收益率的负向作用稳定且显著。稳健性检验进一步验证了这一结论, 无论是剔除 2020 年疫情样本还是采用滞后变量法, 投资者情绪的负向影响依然显著。异质性分析显示, 投资者情绪对股票收益率的负向影响在不同企业类型中均存在, 但在制造业和非国企中更为显著, 这可能与这些企业的市场环境和治理结构有关。

综上所述, 投资者情绪指数对股票收益率的负向影响得到了全面验证, 其影响机制可能涉及投资者的非理性行为以及市场的过度反应。

6. 结论与启示

本文从创业板股票市场市场的现实情况出发, 通过固定效应模型实证探究投资者情绪指数对股票收益率的影响, 并通过分组回归分析, 探讨不同企业类型下的影响差异。

首先, 投资者情绪对创业板股票收益率具有显著的负向影响。由于当投资者情绪高涨时, 投资者可能过度乐观, 推动股价偏离其基本面价值, 可能导致后续收益率下降。其次, 投资者情绪对股票收益的影响存在差异性, 容易受到政策因素影响的周期类行业在短期市场上对投资者情绪的冲击更加敏感。最后, 投资者情绪对股票收益率的负向影响在不同企业类型中均存在, 在制造业和非国企中影响更为显著, 在分析投资者情绪对股票收益率的影响时, 需要综合考虑企业内部治理结构和财务状况等因素的作用。

创业板市场因高波动性、散户主导、情绪驱动强^[13]等特点, 投资者教育需更具针对性。首先, 需要加强风险认知教育, 明确创业板特殊性。在投资者开户、交易界面增设创业板风险提示, 避免盲目跟风, 也可在券商 APP 中提供情绪指数, 以帮助投资者识别市场过热或过冷阶段。其次, 需要推广理性投资工具, 鼓励投资者在情绪极端高位时减少追涨, 在情绪低迷时避免恐慌抛售。最后, 要优化投资者适当性管理, 提高创业板交易门槛。在现有基础上, 增加情绪风险测评, 筛选出更能承受短期剧烈波动的投资者, 并对高频交易散户实施动态监控, 限制异常交易行为。

监管层需从市场机制、风险预警、政策干预三方面入手, 降低情绪对创业板的非理性冲击。完善市场交易机制, 在情绪极端波动时期, 可临时收窄创业板涨跌幅, 防止过度反应; 也可引入“冷静期”机制, 当个股波动超过阈值时暂停交易 5 分钟, 减少情绪化踩踏。建立情绪导向的风险预警系统, 可以通过整合融资融券数据、股吧舆情、搜索指数等, 构建创业板情绪综合指标, 设定多维度情绪监测体系。最后, 监管要提升政策干预的精准性与透明度, 对情绪过热行业加强信息披露监管, 并通过新闻发布会或社交媒体及时解读政策意图, 增强政策沟通以减少市场猜测导致的情绪扰动。

参考文献

- [1] 赵宇.投资者情绪指标构建——基于我国可转债市场[J].商业会计,2025,(08):61-64.
- [2] Liu R ,Li R .Investor Sentiment and Stock Price Crash Risk: Internal Control as A Mediator in Chinese Markets[J].Journal of Applied Economics and Policy Studies,2025,18(2):52-60.
- [3] 崔文星,曾繁华,刘晓君.经济政策不确定性、投资者情绪与股票收益的关联效应研究[J].统计与决策,2025,41(04):150-155.DOI:10.13546/j.cnki.tjyc.2025.04.026.
- [4] Su H .Investor Sentiment: How It Drives Stock Returns[J].Applied Economics and Finance,2025,12(1):34-44.
- [5] 邢瑞,何朝林.投资者情绪、有限套利与股票收益率[J].攀枝花学院学报,2025,42(01):61-72.DOI:10.13773/j.cnki.51-1637/z.2025.01.006.
- [6] Zhou X .The Impact of Investor Sentiment on Corporate Tax Avoidance from a Behavioral Finance Perspective[J].Emerging Markets Finance and Trade,2025,61(3):773-785.
- [7] 刘倩.投资者情绪对股票收益的影响——来自股吧评论的分析[J].科技和产业,2024,24(24):203-209.
- [8] Panzhang X .Stock Market Prediction Based on Financial News, Text Data Mining, and Investor Sentiment Analysis[J].International Journal of Information System Modeling and Design (IJISMD),2024,15(1):1-13.
- [9] 薛冰清.基于文本挖掘法的中国股票市场收益与投资者情绪的关系分析[J].中国管理信息化,2024,27(20):118-121.
- [10] 钟华盛.行为金融理论视角下中小企业融资困境探讨[J].全国流通经济,2024,(13):185-188.DOI:10.16834/j.cnki.issn1009-5292.2024.13.041.
- [11] 万恒伟.投资者情绪对医药行业股票收益的影响研究[D].西安理工大学,2024.DOI:10.27398/d.cnki.gxalu.2024.001957.
- [12] 马倩.投资者情绪对新能源行业上市公司收益率的影响研究[D].河北科技大学,2024.DOI:10.27107/d.cnki.ghbku.2024.000087.
- [13] 谢数.市场不确定性、投资者情绪与股票收益率[D].西南财经大学,2024.
- [14] 陈东娟.注册制改革对创业板市场 IPO 定价效率的影响研究[D].云南师范大学,2024.DOI:10.27459/d.cnki.gynfc.2024.001343.
- [15] 潘则安.基于前景理论的投资者情绪指标对股票收益率的影响研究[D].哈尔滨工业大学,2024.
- [16] Gao Y ,Zhao C ,Wang Y .Investor sentiment and stock returns: New evidence from Chinese carbon-neutral stock markets based on multi-source data[J].International Review of Economics and Finance,2024,92438-450.
- [17] Aissia B D ,Neffati N.Measuring stocks returns and investor sentiment spillovers in developed markets[J].Global Business and Economics Review,2024,31(1):1-22.
- [18] 周慧琳.创业板股票流动性对收益率的影响实证分析[J].合作经济与科技,2023,(01):61-63.DOI:10.13665/j.cnki.hzjyky.2023.01.021.
- [19] 杨凯翔.基于 XGBoost 算法的创业板选股投资研究[D].西南财经大学,2022.DOI:10.27412/d.cnki.gxncu.2022.002599.
- [20] 巩宇.行为金融理论演进及发展趋势研究[D].云南财经大学

学,2022.DOI:10.27455/d.cnki.gycmc.2022.000229.

[21] 刘永江. 基于前景理论的中国股票市场实证研究[D]. 西南财经大学,2022.DOI:10.27412/d.cnki.gxncu.2022.000992.

[22] 张超. 基于噪声交易理论的中国封闭式基金折价研究[D]. 西北大学,2014.

The Impact of Investor Sentiment on Stock Returns in the ChiNext Market ——An Empirical Analysis Based on Multi-Dimensional Sentiment Indicators

Lv Xiaotong

(Shandong University of Finance and Economics, Jinan City, Shandong Province, 250000)

Abstract: The ChiNext Market, characterized by high growth potential and high risk, is more susceptible to investor sentiment-driven behavior. Based on behavioral finance theory, this study orthogonalizes four investor sentiment sub-dimensions—book-to-market ratio, stock return momentum, Tobin's Q, and stock turnover rate—to eliminate the influence of firm fundamentals. The residuals are used as proxy variables for investor sentiment, and principal component analysis is employed to construct a composite sentiment indicator. This research investigates the dynamic impact of investor sentiment on stock returns in the ChiNext Market from 2011 to 2023. The findings reveal: (1) The investor sentiment index exerts a significantly negative influence on ChiNext Market returns, with the effect of sentiment shocks being more pronounced in the short term; (2) Robustness tests further validate this conclusion, as the negative impact of investor sentiment remains significant even after excluding 2020 pandemic samples or employing the lagged variable approach; (3) Heterogeneity analysis indicates that the negative effect of investor sentiment on stock returns persists across different types of firms but is more pronounced in non-manufacturing and non-state-owned enterprises, which may be attributed to their market environment and governance structures. This study provides empirical evidence for understanding irrational fluctuations in emerging markets and offers practical implications for investor risk management and regulatory policy formulation.

Keywords: investor sentiment; ChiNext Market; stock returns; behavioral finance