

# 投资者乐观情绪、媒体关注与企业风险承担——基于中国A股上市公司的经验证据

褚俊池

南京审计大学, 中国·江苏 南京 211815

**摘要:** 本文以 2008—2024 年 A 股上市公司为样本, 考察投资者乐观情绪对企业风险承担的影响。研究发现: 投资者乐观情绪显著推高企业风险承担; 媒体关注发挥负向调节作用; 投资者乐观情绪对风险承担的正向影响在非国有企业中更为突出, 而在不同区域不存在显著差异。研究结论可为资本市场情绪治理、媒体监督及企业风险管控提供经验与启示。

**关键词:** 投资者乐观情绪; 企业风险承担; 产权性质

## Investor Optimism, Media Attention, and Corporate Risk-Taking: Evidence from China's A-Share Listed Companies

Chu Junchi

Nanjing Audit University, China Jiangsu Nanjing 211815

**Abstract:** This study examines the impact of investor optimism on corporate risk-taking using a sample of A-share listed companies from 2008 to 2024. The findings indicate that investor optimism significantly increases corporate risk-taking, while media attention exerts a negative moderating effect. The positive impact of investor sentiment on risk-taking is more pronounced in non-state-owned enterprises, with no significant differences observed across different regions. The results offer insights for managing market sentiment, enhancing media oversight, and improving corporate risk management.

**Keywords:** Investor optimism; Corporate risk-taking; Nature of property rights

## 0 引言

随着中国资本市场改革持续深化, 投资者情绪对企业行为的影响愈发受到关注。行为金融学理论指出, 投资者情绪能够通过信息传递、预期引导与决策干预等路径影响公司治理与经营决策。现有研究表明投资者情绪显著影响股市波动<sup>[1]</sup>, 乐观情绪通过“迎合渠道”影响企业投资<sup>[2]</sup>。企业风险承担是公司长期价值创造的关键, 有研究表明社交媒体关注能提升企业风险承担<sup>[3]</sup>。媒体作为信息中介, 可能发挥“监督抑制”与“情绪放大”双重效应, 并能促使企业增加盈余管理<sup>[4]</sup>。中国资本市场以散户为主体, 投资者情绪波动剧烈, 信息不对称程度较高<sup>[1,5]</sup>。在此背景下, 探究投资者乐观情绪、媒体关注对企业风险承担的综合影响具有现实意义。

现有研究较少结合长周期数据, 综合探讨媒体关注的调节作用。本文选取 2008—2024 年 A 股样本展开研究, 结合媒体报道数据, 实证考察投资者情绪对企业风险承担的影响、媒体关注的调节作用以及产权性质、区域差异的异质性效应, 以期完善资本市场信息监管、引导企业合理风险承担提供经验依据。

## 1 理论分析与研究假设

### 1.1 投资者乐观情绪与企业风险承担

基于行为金融理论, 市场投资者并非完全理性, 普遍存在情绪偏差。当投资者对企业发展前景持乐观态度时, 一方面会推升公司估值, 有效降低企业外部融资成本, 缓解资金压力, 让管理层有能力开展高风险投资活动; 另一方面, 为迎合市场预期、稳定公司股价, 管理层会主动调整经营策略, 倾向于选择风险更高的投资项目, 进而推高企业整体风险承担水平。据此提出假设:

H1: 投资者乐观情绪正向影响企业风险承担。

### 1.2 媒体关注的调节作用

媒体兼具监督抑制与情绪放大双重效应。监督视角下, 媒体曝光会强化外部约束, 制约管理层激进决策, 弱化乐观情绪的影响; 情绪传播视角下, 媒体转载舆论可能放大市场乐观氛围, 进一步推高企业风险承担。考虑到中国资本市场媒体监管趋严、外部治理功能日益强化, 监督效应更可能占主导。为检验何种效应主导, 本文提出竞争性假设:

H2a: 媒体关注在投资者乐观情绪与企业风险承担之间发挥负向调节作用。

H2b: 媒体关注在投资者乐观情绪与企业风险承担之间发挥正向调节作用。

1.3 产权性质的异质性影响

在我国特殊的制度背景下, 国有企业与非国有企业在治理结构、经营目标、外部约束与决策逻辑上存在显著差异。国有企业监管严格、风险决策偏保守; 非国有企业以盈利为导向, 对市场情绪反应更强烈。据此提出假设:

H3: 相较于国有企业, 投资者乐观情绪对非国有企业风险承担的正向影响更为显著。

1.4 区域特征的异质性影响

我国东部与中西部区域资本市场成熟度、信息流转速度存在客观差异, 投资者乐观情绪对企业风险承担的作用强度可能存在区域分化。但另一方面, 中西部上市公司近年来市场化改革持续推进、线上投资者交流渠道全面普及, 跨区域信息壁垒大幅缩小, 情绪效应的区域差异可能弱化。基于以上逻辑, 本文提出如下假设:

H4a: 投资者乐观情绪对企业风险承担的正向影响存在显著区域差异。

H4b: 投资者乐观情绪对企业风险承担的正向影响不存在显著区域异质性。

2 实证分析

2.1 样本选择与数据来源

本文选取 2008—2024 年 A 股上市公司为样本, 剔除金融类、ST、\*ST、数据缺失及单年度观测样本, 对连续变量进行 1%、99% 缩尾处理, 最终得到 2594 家企业、17579 个观测值。数据来源于 CSMAR、东方财富网、CNRDS。

2.2 变量定义

2.2.1 被解释变量

选取企业风险承担 (Risk)。参考何瑛等 (2019)<sup>[6]</sup> 的研究, 采用向前 3 年滚动窗口、经行业调整后 ROA 标准差衡量风险承担。该指标数值越大, 表明企业经营收益的波动幅度与不确定性越强, 反映企业愿意投入高风险项目、承担经营不确定性的意愿与能力越强, 即风险承担水平越高。

2.2.2 解释变量

解释变量为投资者乐观情绪。参照王丹等 (2020)<sup>[7]</sup> 的研究, 统计东方财富网每个企业年度正面帖子数量之和加 1 并取自然对数。该指标数值越大, 表明投资者对企业的乐观情绪越强。

2.2.3 调节变量

选取媒体关注度 (Media)。参照袁业虎等 (2021)<sup>[8]</sup>

的研究, 采用上市公司年度媒体报道总量除以 1000 衡量媒体关注度。该指标数值越大, 表明该公司当年受到的媒体关注程度越高。

2.2.4 控制变量

控制变量包括公司规模、财务指标与治理指标, 详见下表 1。需要注意的是, 由于控制公司固定效应, 不随时间变化的产权性质 (SOE) 在基准回归中被吸收, 故仅用于异质性检验。

表1 变量名称与定义

| 变量类型  | 变量名称    | 变量符号     | 变量定义                 |
|-------|---------|----------|----------------------|
| 被解释变量 | 企业风险承担  | Risk     | 3年滚动窗口的经行业调整后 ROA标准差 |
| 解释变量  | 投资者乐观情绪 | Positive | 年度正面帖子之和加一取自然对数      |
| 调节变量  | 媒体关注    | Media    | 媒体报道数/1000           |
| 控制变量  | 公司规模    | Size     | 企业年末总资产的自然对数         |
|       | 净资产收益率  | ROE      | 净利润与期末净资产的比值         |
|       | 企业成长性   | Growth   | 营业收入增长率              |
|       | 资产负债率   | Lev      | 年末总负债/年末总资产          |
|       | 董事会规模   | Board    | 董事会人数的自然对数           |
|       | 产权性质    | SOE      | 国有企业取1, 否则取0         |
|       | 股权集中度   | Top10    | 前十大股东持股比例之和          |

2.3 模型设定

本文构建面板模型开展实证检验, 所有回归均控制公司、年份双向固定效应, 并采用聚类稳健标准误。

2.3.1 基准回归模型

用于直接检验投资者情绪对企业风险承担的影响, 验证研究假设 H1, 模型设定如下:

$$Risk_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Positive_{it} + \sum \gamma_k Control_{k,it} + Firm\ FE + Year\ FE + \varepsilon_{it}$$

2.3.2 调节效应模型

为检验媒体关注度的调节作用, 验证研究假设 H2a、H2b, 在基准回归模型中引入投资者情绪与媒体关注度的交互项, 模型设定如下:

$$Risk_{it} = \beta_0 + \beta_1 Positive_{it} + \beta_2 Media_{it} + \beta_3 Positive_{it} \times Media_{it} + \sum \lambda_k Control_{k,it} + Firm\ FE + Year\ FE + \varepsilon_{it}$$

2.3.3 异质性检验

为考察企业特征带来的效应差异, 本文构造核心解释变量与产权、区域虚拟变量的交互项 (区域划分参照国家统计局标准, 东部 11 省, 其余为中西部) 开展异质性检验, 通过交互项显著性判断组间效应是否存在明显差异。

2.4 实证结果

2.4.1 描述性统计

表 2 报告了本文主要变量的描述性统计结果。各变量数值整体均处于合理区间, 符合 A 股上市公司数据特

点。其中，企业风险承担（Risk）样本间差异较大，反映出不同企业风险决策行为分化明显，而投资者乐观情绪（Positive）整体分布则相对集中。此外，多重共线性检验显示各变量 VIF 均值为 1.37，该数值处于合理范围，表明变量间无严重多重共线性，模型设定有效。

表2 描述性统计

| Variables | N     | Mean   | SD    | Min    | Median | Max    |
|-----------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|
| Risk      | 17579 | 2.486  | 2.351 | 0.158  | 1.736  | 13.002 |
| Positive  | 17579 | 7.646  | 0.845 | 4.143  | 7.656  | 11.735 |
| Size      | 17579 | 22.943 | 1.294 | 20.537 | 22.764 | 26.398 |
| ROE       | 17579 | 0.094  | 0.095 | -0.286 | 0.091  | 0.348  |
| Growth    | 17579 | 0.165  | 0.316 | -0.432 | 0.114  | 1.700  |
| Lev       | 17579 | 0.458  | 0.188 | 0.078  | 0.461  | 0.856  |
| Board     | 17579 | 2.157  | 0.201 | 1.609  | 2.197  | 2.708  |
| SOE       | 17579 | 0.437  | 0.496 | 0      | 0      | 1      |
| Top10     | 17579 | 0.571  | 0.147 | 0.246  | 0.571  | 0.903  |
| Media     | 17579 | 0.453  | 0.746 | 0.000  | 0.220  | 5.163  |

2.4.2 基准回归分析

基准回归结果如表 3 显示，投资者乐观情绪（Positive）的系数在 1% 统计水平下显著为正，说明投资者乐观情绪能够显著提升企业风险承担水平，假设 H1 得到验证。同时，公司规模、净资产收益率与企业风险承担呈负相关关系，企业成长性、资产负债率则对风险承担存在正向影响，各控制变量回归结果也基本符合理论预期。

表3 基准回归结果

| VARIABLES          | Risk                 |
|--------------------|----------------------|
| Positive           | 0.440***<br>(0.041)  |
| Size               | -0.577***<br>(0.080) |
| ROE                | -4.075***<br>(0.418) |
| Growth             | 0.250***<br>(0.068)  |
| Lev                | 0.555*<br>(0.301)    |
| Board              | -0.187<br>(0.201)    |
| Top10              | 0.058<br>(0.390)     |
| Constant           | 12.815***<br>(1.716) |
| Observations       | 17,579               |
| Adjusted R-squared | 0.391                |
| Firm FE            | Yes                  |
| Year FE            | Yes                  |

注：Robust standard errors in parentheses；\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1。

2.4.3 稳健性检验

为验证结论可靠性，开展两项稳健性检验：一是将风险承担指标由三年滚动窗口改为五年滚动窗口重新回归；二是剔除 2008 年金融危机、2015 年市场异动、2020—2021 年疫情等特殊年份样本。两次检验中，投资者乐观情绪系数均在 1% 水平显著为正，系数分别为 0.402、0.481，证明本文核心结论具备良好稳健性。

2.4.4 内生性检验

为缓解双向因果与遗漏变量引发的内生性问题，本文选取行业、省份年度投资者乐观情绪均值作为工具变量，采用 IV-2SLS 开展回归，结果如表 4 所示。Kleibergen-Paap F 值大于临界值，排除弱工具变量问题；Hansen J 检验 p 值大于 0.05，满足外生性要求。第二阶段结果显示核心变量系数仍在 1% 水平显著为正，基准结论稳健。

表4 内生性检验

|                    | (1)          | (2)                 | (3)     |
|--------------------|--------------|---------------------|---------|
| VARIABLES          | Baseline OLS | First Stage         | IV 2SLS |
| IV_ind             |              | 0.596***<br>(0.039) |         |
| IV_prov            |              | 0.163***<br>(0.037) |         |
| Controls           | YES          | YES                 | YES     |
| Observations       | 17,579       | 17,567              | 17,567  |
| Adjusted R-squared | 0.391        |                     |         |
| Firm FE            | YES          | YES                 | YES     |
| Year FE            | YES          | YES                 | YES     |
| F-stat             |              | 129.4               |         |
| Kleibergen-Paap F  |              |                     | 129.4   |
| Hansen J p-value   |              |                     | 0.654   |

注：Robust standard errors in parentheses；\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1。

3 进一步分析

为深化研究，本文进一步检验调节效应与异质性特征，结果见表 5。

回归结果显示，投资者乐观情绪与媒体关注的交互项系数显著为负，表明媒体关注能够发挥外部治理作用，有效削弱投资者乐观情绪对企业风险承担的提升效果，支持假设 H2a。

从产权异质性检验结果来看，产权性质交互项 Pos\_SOE 显著为负，投资者乐观情绪对风险承担的正向作用在国有企业中更弱，假设 H3 成立。区域交互项 Pos\_east 不显著，说明该影响不存在区域差异，支持假设 H4b。究其原因，国有企业承担多重政策目标，外部监管与内部治理约束更强，对冲了正向行为带来的风险扩张；而民营企业

表5 调节效应及异质性分析

| 调节效应分析                  |          |          |          | 产权异质性                   |           | 区域异质性                   |          |
|-------------------------|----------|----------|----------|-------------------------|-----------|-------------------------|----------|
| VARIABLES               | Risk     | Risk     | Risk     | VARIABLES               | Risk      | VARIABLES               | Risk     |
| Positive                | 0.440*** | 0.423*** | 0.459*** | Positive                | 0.502***  | Positive                | 0.408*** |
|                         | (0.041)  | (0.042)  | (0.045)  |                         | (0.050)   |                         | (0.059)  |
| Media                   |          | 0.188*** | 0.806*** | Pos_SOE                 | -0.151*** | Pos_east                | 0.046    |
|                         |          | (0.062)  | (0.268)  |                         | (0.055)   |                         | (0.061)  |
| Positive*Media          |          |          | -0.072** |                         |           |                         |          |
|                         |          |          | (0.030)  |                         |           |                         |          |
| Controls                | YES      | YES      | YES      | Controls                | YES       | Controls                | YES      |
| Observations            | 17,579   | 17,579   | 17,579   | Observations            | 17,579    | Observations            | 17,579   |
| Adjusted R <sup>2</sup> | 0.391    | 0.391    | 0.391    | Adjusted R <sup>2</sup> | 0.391     | Adjusted R <sup>2</sup> | 0.391    |
| Firm FE                 | YES      | YES      | YES      | Firm FE                 | YES       | Firm FE                 | YES      |
| Year FE                 | YES      | YES      | YES      | Year FE                 | YES       | Year FE                 | YES      |

注：Robust standard errors in parentheses；\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1。

以盈利为核心导向，风险容忍度更高，同类行为对风险的放大作用更强。而线上信息传播渠道普及，区域间信息获取效率差距缩小，情绪带来的区域差异随之减弱。

4 研究结论与政策启示

4.1 研究结论

本文以 2008—2024 年 A 股上市公司为样本展开实证研究，系统检验投资者乐观情绪、媒体关注与企业风险承担三者间的作用关系。结果表明，投资者乐观情绪会显著推高企业风险承担，该核心结论在更换指标、剔除特殊年份、工具变量法等多项检验后依然稳健。媒体关注发挥显著的负向调节作用，依靠外部监督约束管理层激进决策，有效弱化了投资者乐观情绪对企业风险承担的提升效应。

同时，二者的关系存在产权维度显著异质性，区域层面未体现明显差异。从产权属性来看，非国有企业受市场乐观情绪驱动提升风险承担的程度显著高于国有企业；投资者乐观情绪对企业风险承担的正向影响在东部与中西部之间不存在显著差异。整体而言，市场情绪、外部监督及企业自身特征共同塑造了上市公司的风险承担行为。

4.2 政策启示

基于研究结论，本文从资本市场监管、媒体行业、上市公司三个维度提出如下建议，并强调多方协同治理的重要性：监管机构需持续开展投资者情绪动态监测、常态化推进投资者教育工作以引导市场形成理性投资氛围，同时强化企业投融资行为监管，防范管理层因市场情绪驱动而采取激进决策；媒体行业应坚守客观中立的报道原则，充分发挥信息披露与外部监督职能，借助舆论约束来规范企业经营行为；上市公司须结合自身产权属性优化内部风险

决策体系、建立市场情绪研判机制，理性应对资本市场情绪波动，避免盲目跟风抬升风险水平。监管、媒体与企业三方主体需形成常态化协同治理机制，统一落实投资者引导与风险管控举措，规范市场运行秩序，推动我国资本市场实现长期良性稳定发展。

参考文献：

[1] 尹海员. 投资者情绪、信息效率与股价波动——来自股票社区用户日内高频发帖文本的证据[J]. 南京师大学报(社会科学版), 2025(1): 122-134.

[2] 张庆, 朱迪星. 投资者情绪、管理层持股与企业实际投资——来自中国上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论, 2014, 17(4): 120-127+139.

[3] 申丹琳, 韦超超, 郭梦瑶. 互联网社交媒体、投资者交流与企业风险承担[J]. 管理现代化, 2025, 45(2): 96-106.

[4] 王福胜, 王也, 刘仕煜. 媒体关注、管理者过度自信对盈余管理的影响研究[J]. 管理学报, 2022, 19(6): 832-840.

[5] 伍燕然, 祁莉莉, 武珊等. 散户投资者网络互动、情绪传染与股价崩盘风险——基于社会网络分析方法[J]. 中央财经大学学报, 2025(8): 41-57.

[6] 何瑛, 于文蕾, 杨棉之. CEO 复合型职业经历、企业风险承担与企业价值[J]. 中国工业经济, 2019(9): 155-173.

[7] 王丹, 孙鲲鹏, 高皓. 社交媒体上“用嘴投票”对管理层自愿性业绩预告的影响[J]. 金融研究, 2020(11): 188-206.

[8] 袁业虎, 熊笑涵. 上市公司 ESG 表现与企业绩效关系研究——基于媒体关注的调节作用[J]. 江西社会科学, 2021, 41(10): 68-77.