

驶入投资水域：财务因素对小型经济体企业投资行为的影响

邓越凤

安徽财经大学经济学院, 蚌埠 233041, 安徽, 中国

摘要：本文以 2017—2021 年在纳斯达克波罗的海证券交易所上市的公司为样本，分析财务因素对小型经济体企业投资行为的影响。本文运用面板回归模型检验哪些财务因素会影响企业投资，并考察上一年度的现金流、负债比率、资产周转率、流动性与销售额对企业投资的作用。研究发现，有充分证据表明企业的投资水平受负债比率的负向影响，受资产周转率的正向影响；同时，现金流 / 总资产比率对投资具有负向但在统计上不显著的影响。这意味着小型经济体中的企业对资本市场的兴趣不高。企业应当重视负债比率，并将其纳入投资决策模型之中。

关键词：投资行为；财务指标；小型经济体；面板回归

Navigating Investment Waters: Uncovering the Impact of Financial Factors on Business Behavior in Small Economies

YueFeng Deng

School of Economics, Anhui University of Finance and Economics, Bengbu 233041, Anhui, China

Abstract: Using companies listed on the Nasdaq Baltic Stock Exchange (2017 - 2021), we analyze the influence of financial factors on the investment behavior of businesses in small economies. We run a panel regression to examine which financial factors influence corporate investment and study how business investment is affected by the previous year's cash flow, leverage ratio, asset turnover, liquidity, and sales volume. Our findings reveal robust evidence that the level of the investment of firms is negatively affected by the leverage ratio and positively affected by the asset turnover ratio. We also find that the cash flow to asset ratio has a negative but statistically insignificant affection investment. This implies that businesses in small economies are not interested in the capital market. Companies should consider taking the leverage ratio into account and incorporating it in their investment decision-making models.

Keywords: Investment behavior; Financial indicators; Small economies; Panel regression

一、引言

资本市场的大幅下行反复出现，这使人们有理由怀疑有效市场理论解释此类波动的能力。财务行为理论对传统金融理论提出了反驳，并能够很好地识别金融领域中的非理性现象。非理性在投资活动中表现得最为明显。与此同时，投资是被引用最为频繁的国家发展要素，也是企业最重要的活动之一，有助于企业实现价值最大化

并为投资者创造未来财富。可以说，企业的投资行为是经济活动的基础，因为企业作为追求利润的主体，创造就业岗位，从而提高生活水平、减少贫困。财务投资行为与企业运营方式的分析密切相关；因此，理解哪些内部与外部因素影响管理者或董事会的投资决策至关重要。

财务行为理论自 20 世纪 80 年代产生以来，一直是被广泛研究并持续吸引学者兴趣的领域。这体现在大量考察企业投资行为形成因素的研究之中，例如管理者的个人特征、其认知与情绪偏误，以及行业、货币政策与财务绩效的影响。企业绩效是经济可持续发展的源泉，也是投资者在决策过程中重点分析的主要因素之一。企业的财务绩效对债权人、员工与政府同样重要。已有研究认为，盈利能力、净资产收益率（ROE）、资产周转率与现金流对企业投资具有正向影响，而产权比率、负债比率与流动性约束则具有负向影响。因此，识别财务比率对企业投资的影响程度、分析哪些比率影响最大，具有重要意义。

本文旨在识别哪些财务因素会影响小型经济体中企业的投资行为。本文对科学文献进行了比较与系统的分析，并开展了定量研究。本文利用在纳斯达克波罗的海证券交易所上市公司的财务报表，分析波罗的海地区企业的投资行为。本研究采用面板回归分析方法，考察现金流 / 总资产比率、负债比率、资产周转率、销售额与流动比率等自变量对投资 / 资产比率（因变量）的影响，并界定各变量之间的相互关系与相互依赖性。面板回归结合了截面数据与时间序列分析技术的优势，能够提供特定变量组在给定时期内的演变信息。本文使用纳斯达克波罗的海受监管市场 2017—2021 年的数据，其中波罗的海主板上市公司 25 家、波罗的海次板上市公司 14 家。研究结果通过 Microsoft Excel 与 GRETl 软件处理。

本文其余部分安排如下：第一部分对财务行为概念进行文献分析，考察已有关于企业投资行为与财务指标影响的科学研究；第二部分说明研究方法；第三部分分析在纳斯达克波罗的海证券交易所上市的小型经济体企业数据，考察企业经营领域对其投资 / 资产比率及其他财务指标的影响；第四部分对研究结果展开详细讨论；第五部分给出结论。

二、研究背景与文献综述

行为金融理论认为，个体并非总是理性行事 [1]，个体对损失与收益前景的评估是不对称的，现实中的经济主体在评估不确定性时经常偏离概率论的标准应用，其决策往往与“始终追求预期收益最大化”这一设定不一致 [2]。由于企业面临诸多障碍，如资源约束、市场变化与未预期风险，管理者的财务决策会受到多种心理因素的影响。这些因素包括信息结构以及决策者的个人特征、信念与情绪 [3]。因此，投资行为影响企业绩效，是公司财务理论中的基础性因素 [4]。

Ahmadi 等认为，公司治理的有效性可以由企业的现金流来判断。流动性水平较高的企业可能拥有更多的流动资产用于为其投资融资，而无需依赖外部融资 [5]。随着企业融资约束的加剧，现金流会变得更加敏感。这种情况在小型企业、现金流水平较低的企业以及销售增长乏力的企业中最为典型。相反，负债水平是影响企业投资行为的另一个重要决定因素。杠杆水平较高的企业会通过降低投资规模来应对风险上升，从而调整其投资决策 [6]。

Gugler 等比较了盎格鲁—撒克逊国家与欧洲大陆国家企业的投资行为。结果显示，在更易受信息不对称问题影响的企业中，欧洲大陆国家投资与现金流之间的关系强于盎格鲁—撒克逊国家。他们认为，信息不对称理论具有以下几项假定：（1）企业没有足够的现金流为其期望的投资融资，或因无法提高负债水平、降低股利而无法为投资融资；（2）假定企业管理层了解投资成功的可能性，但企业股价被市场低估；（3）通过发行新股为新投资融资并不可行，因为这可能损害现有股东的利益；（4）为实现现有股东财富最大化，企业管理者排除

了为新股东与企业自身利益进行投资的可能性。

Kannadhasan 研究了孟买证券交易所上市公司的投资行为,发现负债比率对投资具有负向影响,而现金流与资产周转率则具有正向影响。Sarkhe 等分析了德黑兰证券交易所上市公司,证实产权比率较高的公司倾向于减少投资或调整其投资决策。相比之下,成长潜力较高的企业则倾向于比其他公司投入更多。此外,作为企业规模代理变量的企业收益表明,规模较大的企业投资规模也更大。这些结果表明,应鼓励企业将杠杆水平与成长机会纳入投资决策模型之中。

Bikas 等通过分析立陶宛企业评估了小型经济体中的投资行为。其研究结果表明,投资决策同时受到潜在收益与潜在损失的影响。作者认为,这一发现拓展了前景理论。尽管前景理论关注的是个体而非组织,但企业管理者本身也是个体,他们可能更关注相对的盈亏,而非最终的收入与收益。

Mills 等指出,企业的总体财务绩效会影响其投资行为。企业财务比率的使用出于多种原因:判断企业的财务状况、与行业进行比较、预测企业可能的未来、判定管理效率,以及衡量企业各部门之间的效率。财务比率也是破产风险模型构建的基础 [7]。

Vintila 等运用沃德法进行因子分析、聚类分析并构建回归模型,分析了 2009—2013 年间在罗马尼亚布加勒斯特证券交易所上市的 46 家公司的财务绩效及其决定因素。结果显示,罗马尼亚企业的财务绩效受产权比率指标的负向影响,并受资本周转率的显著正向影响。此外,作者认为,企业资产规模较高既不能保证发展更多投资,也不能作为危机时期更具稳定性的指标。

Nguyen 等观察到,当市净率高于企业历史平均市净率时,企业倾向于发行股票。投资者应对当期发行保持谨慎,因为新发行的股票表现可能低于市场平均水平,且往往在某一行业或整体市场出现上行时发行。此外,估值较高的企业会发行更多普通股,而市场估值较低的企业则试图回购自身股票 [8]。换言之,影响非理性投资者的偏误可能会影响证券发行的时点,但如果企业不依赖股票市场,则不应影响其投资计划。然而,非理性投资者的偏误可能扭曲依赖股票市场的企业的投资计划 [9]。在传统经济学中,投资者被假定不受框架效应的影响;若不存在税收与交易成本,企业的股利政策将无关紧要。

Mills 等指出,由于信息不对称或代理冲突的存在,财务因素通常被纳入标准投资模型。引入这些假定有助于解释既定投资水平将如何融资,以及企业财务状况将如何影响其投资。投资者对小型企业的了解较少,这可能抑制其外部融资的增加;因此,对规模较小的企业而言,现金流的变化可能是更重要的投资决定因素。此外,高杠杆企业的投资对现金流的敏感性可能高于低杠杆企业。较高负债水平带来的融资成本上升意味着高杠杆企业可用的现金流更少,因而这些企业应对潜在财务困境的缓冲更为薄弱。

对影响企业投资行为的财务因素所作的回归与因子分析,以及基于立陶宛企业财务报表的数据分析显示,在立陶宛股份公司中,金融资产规模受盈利能力的正向影响。净资产收益率的波动同样具有正向作用,表明在波动较大时投资的变动幅度为 0.35 倍。然而,金融资产规模受两项指标的负向影响:产权比率与融资约束。

企业资产负债表结构与充足内部资金来源的可得性会影响投资。Mills 等研究了财务比率对澳大利亚企业投资的影响,发现较高的杠杆水平会抑制投资,例如通过提高进一步外部融资的成本。相反,较高的现金流则能够促进投资。作者认为,这是因为企业拥有更多“廉价”的内部资金,从而提升了企业的内在价值。尽管两项因素在统计上均显著,但现金流的作用在经济意义上更为重要。这些结果表明,对于杠杆水平较高的小型企业以及留存需求较高的企业而言,内部融资来源更为重要。这些结果同样受到货币政策的影响。第一,现金流作为投资决定因素的重要性表明,货币政策将通过现金流、投资项目适用的贴现率以及总体经济状况来影响投资。第二,货币政策对企业部门的影响并不均衡。规模较小的企业、杠杆较高的企业以及更依赖现金流作为资金来

源的企业，可能比其他企业对货币政策变化更为敏感；而在大型企业或负债水平较低的企业中，投资行为受财务绩效的影响相对较小。

当可用财务资源充足时，企业会作出最优投资决策并把握有利的投资机会。Ahmadi 等基于 2011—2016 年德黑兰证券交易所伊朗上市公司的数据，研究了财务困境对投资行为的影响。其结果证实：（1）投资机会较少的企业更可能降低投资水平；（2）处于财务困境但投资机会较多的企业更可能提高投资水平。资本市场的低效率导致外部融资成本上升与融资约束加剧，进而使企业因处于财务劣势而减少投资。然而，Ahmadi 等认为，处于困难但整体经济状况良好的企业会削减资本支出以控制局面，尝试低价出售资产，不承接高风险投资项目，并在财务状况改善后增加投资。经营中仍能获利的困境企业对正向现金流较为敏感；但研究显示，面临困难且经营出现负亏损的大型企业则表现出负的现金流敏感性，这源于其外部融资可得性更强。

Audretsch 与 Elston 运用回归模型并使用德国上市公司的财务报表，分析了流动性约束如何影响不同规模企业的投资行为。研究中，学者按规模（员工人数）将企业分为四组。结果显示，德国的小型与大型企业受流动性约束的影响相对最小，而中型企业面临的流动性约束程度最高。因此，小型与大型企业更可能进行投资，而中型企业投资意愿较低，甚至可能倾向于撤资。Audretsch 与 Elston 进一步解释，大型企业在市场上获得资本的渠道更为畅通，而小型企业不仅能从银行融资，还能从储蓄信贷合作社（SACCOs）获得借款；因此，大型与小型企业分别享有具有竞争力的资本价格与长期贷款。相比之下，中型企业既无法像小型企业那样从储蓄信贷合作社借入所需资金，也无法像大型企业那样获得银行的优待，因而处于不利地位。

文献分析表明，学者主要关注现金流、负债、流动性、融资约束与盈利能力对企业投资行为的影响。企业投资受毛利率、资本周转率、现金流、净资产收益率、资产周转率与托宾 Q 值的正向影响。

被引用最多的、对企业投资水平具有负向影响的指标为产权比率、流动性约束与融资约束。由于财务比率对投资具有显著影响，因此考察其大小及随时间的演变十分重要。Baker 与 Wurgler 认为，企业的投资行为对其经营前景具有重要影响。投资行为受多种因素影响：管理者、首席财务官与董事会的行为，政府政策，以及企业的财务状况与财务绩效。分析企业投资行为，对于理解企业如何运营、其投资决策基于何种依据，以及哪些财务指标会导致投资水平上升或下降及其作用机制，具有重要意义。

三、研究方法 with 数据

本文借鉴 Sarkhe 等与 Kannadhasan 提出的方法，运用面板回归考察哪些财务因素会影响小型经济体中的企业投资，并研究企业投资如何受上一年度现金流、负债比率、资产周转率、流动性与销售额的影响。纳入这些变量同样有大量既有研究作为依据。例如，Mustapha 与 Chyi 证实，现金流较高的大型企业可能更倾向于投资。总资产较高的大型企业通常拥有更多财务资源与更广阔的资本基础来支持新投资，从而在投资机会上具备竞争优势。此外，负债 / 资产比率较低的企业可能更愿意投资 [10]。负债水平较低的企业财务风险更小，因而财务负担更轻、偿债压力更小，也就更愿意把握投资机会。总体而言，较高的资产周转率通常与更好的财务绩效相关联。例如，Manna 等证实资产周转率对财务绩效具有正向影响，说明资产周转率越高，企业利用资产创造收入的效率越高。Lin 等进一步指出，较高的资产周转率意味着资源使用高效，反映了企业的有效运营。因此，此类企业对自身从新投资中获取回报的能力更有信心，并会采取以资产效率为核心的策略。此外，若干研究表明，流动比率较高的企业可能更愿意投资。较高的流动性水平意味着企业拥有可动用的现金与流动资产，可在不增加负债的情况下为新项目或投资融资。最后，销售额较高的企业更可能投资有若干原因。第一，较高的销售额体现了企业创造收入的能力，这源于对其产品或服务的强劲需求。第二，销售额较高的企业通常盈利能力较强，

从而为投资积累财务资源。此外，销售额增长有助于企业以贷款或股权融资的形式获取外部资本，支持投资活动。再者，销售额较高的企业对经济不确定性与冲击的韧性可能更强，从而在市场不确定时期提升其投资信心与意愿。

基于上述分析，本文构建如下回归模型：

$$\ln(I/A)_{i,t-1} = \alpha + \beta_1 \cdot \ln(C/A)_{i,t-1} + \beta_2 \cdot \ln(L/A)_{i,t-1} + \beta_3 \cdot \ln(S/A)_{i,t-1} + \beta_4 \cdot \ln(T/D)_{i,t-1} + \beta_5 \cdot \ln(S)_{i,t-1} + \mu_t + F_i + u_{i,t} \quad (1)$$

其中， $(I/A)_{i,t-1}$ 为投资 / 资产比率，即因变量。自变量如下： $(C/A)_{i,t-1}$ 表示现金流 / 总资产比率； $(L/A)_{i,t-1}$ 为负债 / 资产比率； $(S/A)_{i,t-1}$ 为资产周转率； $(T/D)_{i,t-1}$ 为流动比率； $(S)_{i,t-1}$ 为销售额，用于衡量企业规模对因变量的影响。 β_i 为斜率； μ_t 为时间虚拟变量； F_i 表示不随时间变化的企业个体效应； $u_{i,t}$ 表示随机误差项。

接下来本文处理模型可能存在的若干问题。采用 Wooldridge 检验处理自相关问题，采用 Koenker 检验处理异方差问题。为判断截面数据是否存在相依性，本文使用 Pesaran 检验。为确定最小二乘回归与固定效应回归何者更为合适，本文采用 F 检验。Breusch - Pagan 检验用于判断最小二乘回归与随机效应回归何者更为合适。此外，本文采用 Hausman 检验来判断回归应构建为固定效应模型还是随机效应模型。最后，p 统计量检验用于表示在现有样本数据下犯第一类错误的概率。

本文评估了 39 家样本公司的投资 / 资产比率、负债比率、资产周转率、流动比率与销售额。指标的主要来源为在纳斯达克波罗的海证券交易所上市公司的财务报表。纳斯达克公司组织金融工具交易，纳斯达克波罗的海平台整合了维尔纽斯、里加与塔林三地的证券交易所。这些交易所在相同条件下开展交易，并对波罗的海地区企业实行统一上市。本文使用波罗的海主板 25 家公司与次板 14 家公司的数据，剔除了银行、其他金融企业以及自 2017 年起未提交财务报表的企业数据。本文进一步使用 Microsoft Excel 与 GRETL 处理数据。在 GRETL 中，变量的显著性以星号标示：三个星号表示 99% 的显著性水平，两个星号表示 95%，一个星号表示 90%。

四、实证结果

表 1 汇总了因变量与自变量之间的相关性结果，用以判断财务指标与企业投资活动之间是否存在关系。所有自变量均与因变量存在关联。

Table 1 Correlation between the Dependent Variable and Independent Variables

表 1 因变量与自变量之间的相关性

投资 / 资产比率与下列指标的相关性	相关系数	关联程度
现金流 / 总资产比率	0.2212	弱
负债比率	-0.1184	弱
资产周转率	0.1297	弱
流动比率	0.0296	极弱
销售额	0.0966	极弱

已有的关联程度介于弱与极弱之间，除负债比率外，所有自变量均与因变量正相关。投资 / 资产比率与流动比率（0.0296）以及销售额（0.0966）之间的关系极弱；因此，流动比率与销售额被从面板回归模型中剔除。本文进一步分析上一年度的现金流 / 资产比率、负债比率与资产周转率这三个自变量，及其在 2017—2021 年间对因变量（投资 / 资产比率）的影响。

由于数据不平稳，本文对变量取对数，以避免回归模型中出现自相关误差与异方差。由于部分公司的现金流 / 总资产比率为负，本文将现金流 / 总资产比率的最小值加至全部数据之上。表 2 报告了所选变量的描述性统计。本研究共使用 195 组数据。

Table 2 Descriptive Statistics of Variables

表 2 变量的描述性统计

变量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值	观测数
投资 / 资产比率	-0.991	-1.05	0.228	-1.19	0.178	195
现金流 / 总资产比率	-0.997	-0.985	0.282	-3.26	-0.469	195
负债比率	-0.315	-0.270	0.268	-1.05	0.259	195
资产周转率	0.118	0.283	0.545	-0.997	1.19	195

GRETl 中的所有检验均设定为：若 p 值大于 0.05，则被检验模型不存在异方差、自相关或其他问题。Wooldridge 检验用于判断面板回归模型中是否存在自相关。若 p 值大于 0.05，则回归模型中不存在自相关；若 p 值小于 0.05，则回归模型中存在自相关（见表 3）。

然而，若所拟合的模型存在自相关，可采用稳健标准误。在 GRETl 中，使用稳健残差误差模型可消除回归中的异方差与自相关问题。该软件提供两类误差回归修正：Arellano 修正与 PCSE 修正。当模型同时存在自相关与异方差时使用 Arellano 修正，当回归仅存在异方差时使用 PCSE 修正。本文中自相关较弱且为正，因此对最终回归模型采用 Arellano 修正。

Table 3 Autocorrelation Test

表 3 自相关检验

Wooldridge 检验	取值
检验统计量	8.58285
自由度	t (37)
p 值 = P (t > 26.2012)	1.99308e-10
uhat(-1) 系数	0.607312
标准差	0.0707588
t 值	8.583
p 值	1.99e-010

由于回归不服从正态分布，本文在表 4 中采用 Koenker 检验判断面板回归模型中是否存在异方差。Koenker 检验所得 p 值为 0.064843，表明模型所用数据具有同方差性，误差方差恒定。本文采用 Pesaran CD 检验考察截面数据的相依性。鉴于 p 值为 0.128，可以认为回归中不存在截面相依性。

Table 4 Heteroskedasticity and Cross-sectional Data Dependence Tests

表 4 异方差与截面数据相依性检验

检验	统计量	取值	p 值
Koenker 检验	LM	13.312841	0.064843

Pesaran CD 检验	Z	1.520646	0.128
---------------	---	----------	-------

下一步, 本文确定应采用何种面板回归模型: 最小二乘模型、固定效应模型还是随机效应模型 (见表 5)。F 检验可用于判断最小二乘模型与固定效应模型何者更适用于面板回归。若 p 值小于 0.05, 则固定效应模型更适用于面板回归。Breusch - Pagan 检验有助于判断最小二乘回归模型与随机效应回归模型何者更为合适; 该检验结果显示 p 值小于 0.05, 表明随机效应模型更适用于本模型。由于各项检验结果指向不同的模型, 本文采用 Hausman 检验来回答使用固定效应模型还是随机效应模型的问题。所得 p 值小于 0.05, 表明应采用固定效应模型构建面板回归。

Table 5 Fixed Effects and Random Effects Test

表 5 固定效应与随机效应检验

检验	统计量	取值	p 值
组间联合显著性检验	F (38, 149)	7.00143	1.79644e-018
Breusch-Pagan 检验	LM	65.1544	6.92552e-016
Hausman 检验	H	65.8383	1.86929e-007

本文构建的最终面板回归模型如表 6 所示。

Table 6 Final Panel Regression Model

表 6 最终面板回归模型

变量	系数	标准差	z 值	p 值	显著性水平
常数项	-1.22132	0.0937497	-13.03	<0.0001	***
现金流 / 总资产比率	-0.0161452	0.0378484	-0.4266	0.6697	
负债比率	-0.624294	0.212868	-2.933	0.0034	***
资产周转率	0.283722	0.168748	1.681	0.0927	*
2018 年	-0.0163596	0.0373486	-0.4380	0.6614	
2019 年	-0.0434414	0.0397451	-1.093	0.2744	
2020 年	0.000761141	0.0351039	0.02168	0.9827	
2021 年	-0.0228824	0.0264283	-0.8658	0.3866	
R ²	0.300229				
p 值	0.0350449				

注: 显著性水平: ***表示 99%, **表示 95%, *表示 90%

表 6 显示, 估计的判定系数 (R^2) 大于 25%, 表明模型是合适的, 可解释企业投资约 30.03% 的离散程度。模型的拟合优度亦得到 p 值的支持, 其小于 0.05, 说明至少存在一个统计上显著的变量。根据面板回归模型, 并非所有自变量都具有统计显著性。自变量现金流 / 总资产比率的 p 值大于 0.05, 显著性水平不具统计意义。因此可以认为, 纳斯达克波罗的海上市公司的现金流对投资不具有显著影响。时间虚拟变量表明, 2017—2021 年间波罗的海地区企业的投资 / 资产比率并未受到经济形势或其他外部因素的统计显著影响。

回归模型中负债系数的显著性水平为 99%， p 值小于 0.05，因而具有统计显著性。自变量负债比率每上升 1%，将使投资 / 资产比率相应下降 0.62%。结果表明，企业的投资行为受负债比率影响。资产周转率在回归模型中的显著性水平为 90%， p 值高于 0.05，因而具有统计显著性；但其对企业资产收益率的影响并不强。对于自变量资产周转率而言，资产周转率每提高 1%，将使投资 / 资产比率相应上升 0.28%。分析结果表明，企业的投资行为受资产周转率影响。

接下来，本文构建最终面板回归模型，以刻画纳斯达克波罗的海证券交易所上市公司投资 / 资产比率与负债比率、资产周转率之间的关系。

$$\ln(I/A)_{i,t-1} = -1.22132 - 0.624294 \times \ln(L/A)_{i,t-1} + 0.283722 \times \ln(S/A)_{i,t-1} + \mu_t + F_i + u_{i,t} \quad (2)$$

综上所述，纳斯达克波罗的海证券交易所上市公司的投资水平受负债比率的负向影响，受反映成长潜力的资产周转率的正向影响；但后一指标的作用较弱。现金流对投资水平无统计显著影响。流动比率与投资 / 资产比率的相关性极弱，因此未考察该指标的影响。反映企业规模的销售额表明，在波罗的海地区，企业规模与投资水平之间不存在显著相关性；因此该自变量同样未纳入回归模型分析。

五、结果讨论

表 7 呈现了本研究关于波罗的海地区企业投资行为的结果，其与既有学术文献所报告的影响存在差异。但负债比率与资产周转率对投资行为具有影响，这与文献中的结论一致。

Table 7 Comparison of the Effects Reported in the Literature and Identified in This Study

表 7 文献所报告的影响与本研究所识别影响的比较

投资 / 资产比率	学术文献所报告的影响	本研究所识别的影响
现金流 / 总资产比率	正向	负向（统计上不显著）
负债比率	负向	负向（统计上显著）
资产周转率	正向	正向（统计上显著）
销售额	正向	未纳入回归模型（正相关极弱）
流动比率	正向	未纳入回归模型（正相关极弱）

由于面板回归模型解释了企业投资 30% 的离散程度，本文认为，波罗的海地区企业投资行为其余 70% 的部分受某些外部因素影响。这些因素包括政府政策、全球经济状况，以及企业高管、董事会与首席财务官的个人特征。负债比率上升导致企业投资 / 资产比率下降这一现象，可能表明企业管理者及其他对企业财务绩效负责的人员受到损失厌恶效应的影响。不过必须指出，该推断并未纳入本文模型，因而尚需进一步检验。投资回报增加的同时负债水平上升，往往更容易引发挫败感而非喜悦。这一现象可能与企业内部投资决策者所表现出的过度乐观偏误相关联，因为在经济上行期，Vilniaus baldai、SAF Technika、Rokiškio sūris、Grigeo、Klaipėdos nafta 等公司的投资 / 资产比率均有所上升。

控制错觉偏误在公用事业行业中表现明显，但尚未得到实证检验与验证。电力与天然气价格上涨使企业的资产周转率上升。前一年资产周转率的提高，会在次年带来投资 / 资产比率的上升，Ignitis Group、LITGRID 与 Kauno Energija 即为例证。企业内部参与投资决策的人员可能低估了整体市场的影响，因为他们认为自己对局势的控制力强于实际情况。鉴于负债比率与资产周转率的显著性，可以推断其中可能存在狭窄框架效应。企业管理者与首席财务官在编制企业预算时，往往忽视其他财务指标，也未能评估投资机会。当注意力被引向少数几

项财务指标而非整体财务状况时，框架效应便会出现。

本文借鉴 Sarkhe 等与 Kannadhasan 的方法研究企业投资行为，以评估财务比率对企业投资的影响。Sarkhe 等分析了 2007—2013 年间德黑兰证券交易所上市公司的财务比率对其上一年度投资表现的影响。在剔除银行与其他金融机构后，他们通过拟合优度与显著性检验程序构建了固定效应面板回归模型。其结果显示，模型解释了企业投资 30% 的方差。Sarkhe 等研究中的流动比率具有统计显著性，且对企业投资具有正向影响。销售额指标对投资的影响为正且具有统计显著性，意味着企业规模具有作用，在伊朗，大型企业倾向于投入更多。现金流 / 总资产比率则不具统计显著性且为负。

Kannadhasan 分析了孟买证券交易所上市公司的投资行为。该研究使用 2000—2011 年间企业（不含银行与金融机构）的数据，分析上一年度负债比率、资产周转率与现金流对企业投资行为的影响。作者运用面板回归构建了三个模型：最小二乘模型、固定效应模型与随机效应模型。不同模型得出了不同结果：最小二乘模型与随机效应模型解释了企业投资 8% 的离散程度，而固定效应模型解释了 24%。KANNADHASAN 的固定效应模型发现，孟买企业的投资行为受现金流 / 资产比率与资产收益率的正向影响，负债比率则具有负向影响。

本文的研究结果与理论研究者所开展研究的结论相一致。本文结果表明，波罗的海地区企业的投资行为受负债比率的负向影响，受资产周转率的正向影响。现金流 / 资产比率对纳斯达克波罗的海上市公司投资行为的影响，与 Sarkhe 等所发现的影响一致。在文献中，流动性对投资具有正向且统计显著的影响，但波罗的海地区投资 / 资产比率与该指标的相关性极弱，因此该指标未纳入回归。反映企业规模的销售额，其影响也与 Sarkhe 等与 Kannadhasan 的发现不同。在波罗的海地区，企业规模对企业投资决策不具有显著影响。面板回归模型解释了企业投资 30% 的离散程度，表明在波罗的海地区，企业的投资决策受市场规模较小、文化因素与决策者特征的驱动。企业内部负责财务决策的人员，包括总监、首席财务官与董事会，都在很大程度上受到偏误的影响，从而在参考财务比率的同时，仍作出未必理性的投资决策。这些偏误涵盖损失效应、过度乐观、控制错觉与狭窄框架。

六、结论

本文分析了财务因素对小型国家企业投资行为的影响。文献综述分析表明，企业的财务决策受一系列因素影响，包括资源约束、行业或经济层面的市场变化以及预期风险。流动性、杠杆、销售额与盈利能力等财务变量是投资行为的关键决定因素。这些变量影响企业的投资能力、企业愿意承担的风险水平及其整体投资策略。此外，货币政策、整体经济与行业财务绩效等外部因素也会进一步塑造这些决策。理解这一关系十分重要，尤其是在评估企业财务健康状况及其在管理不确定性的同时把握投资机会的能力时。

本文使用 2017—2021 年纳斯达克波罗的海证券交易所上市公司的数据，研究财务因素如何影响小型经济体中企业的投资行为。通过面板回归，本文考察了财务因素对企业投资的影响。结果表明，企业投资水平受负债比率的负向影响，受资产周转率的正向影响。此外，本文发现现金流 / 资产比率对投资具有负向但统计上不显著的影响，说明小型经济体中的企业可能对资本市场兴趣不高。因此，企业有必要重视负债比率，并将其纳入投资决策模型之中。

本文结果显示，投资 / 资产比率受资产周转率的正向影响。对波罗的海地区企业而言，该比率每上升 1%，将使投资 / 资产比率提高 0.28%。这意味着企业应当密切关注反映成长机会的资产周转率。

结果进一步表明，现金流 / 总资产比率对投资具有负向但统计上不显著的影响。流动比率因与投资 / 资产比率的相关性极弱而未被纳入回归模型。反映企业规模对波罗的海地区投资影响的销售额，与投资水平的相关

性同样极弱。这表明波罗的海地区的企业对资本市场兴趣不高。

此外, 结果表明波罗的海地区企业的投资行为受人为因素影响。两项财务指标对企业投资水平具有统计显著影响, 这可能说明企业内部作出投资决策的个体受到狭窄框架效应的影响。该效应使决策者忽视企业整体财务状况, 未能评估潜在投资机会, 而只关注少数几个方面。企业收入的上行会带来更高的投资水平与繁荣, 这往往使企业投资决策者低估整体市场的影响, 产生自己对局势的控制力强于实际的错觉。

为降低行为偏误的影响, 管理者与董事会成员在编制企业预算时应考虑企业的整体财务状况, 并对投资策略与市场条件进行全面评估。此外, 企业内部负责投资决策的人员应全面理解财务行为, 这也凸显了该领域进一步研究的必要性。

本研究的重要贡献在于, 为已有关于小型经济体中财务变量与投资行为关系的文献提供了新的洞见。研究发现揭示了认知偏误对决策的影响, 并为企业改进投资策略与财务决策流程提出了建议。本研究结果可为金融与经济领域的研究者与实务工作者提供参考。

参考文献

- [1] Ahmadi R, Kordloei H. The effect of financial distress on the investment behavior of companies listed on Tehran Stock Exchange. *Advances in Mathematical Finance and Applications*, 2018, 3(4): 17-28.
- [2] Al-Ardah M, Al-Okdeh S. The effect of liquidity risk on the performance of banks: evidence from Jordan. *Accounting*, 2022, 8(2): 217-226.
- [3] 张功富, 宋献中. 财务困境企业资本投资行为的实证研究——来自中国上市公司的经验证据. *财经理论与实践*, 2007(3): 33-40.
- [4] 李炳如. 公司治理、融资约束与国有企业绩效. *现代营销 (下)*, 2023(7): 119-121.
- [5] Baig U, Hussain B M, Davidaviciene V, et al. Exploring investment behavior of women entrepreneur: Some future directions. *International Journal of Financial Studies*, 2021, 9(2): 20.
- [6] Bikas E, Glinskytė E. Financial factors determining the investment behavior of Lithuanian business companies. *Economies*, 2021, 9: 1-19.
- [7] Demoussis M, Drakos K, Giannakopoulos N. The impact of sovereign ratings on euro zone SMEs' credit rationing. *Journal of Economic Studies*, 2017, 44(5): 745-764.
- [8] 胡妍茹, 洪功翔. 社会责任履行提高企业绩效了吗? ——基于中国A股上市公司的实证分析. *安徽工业大学学报 (社会科学版)*, 2024, 41(1): 6-10, 15.
- [9] Lin C, Tan W P, Lee S, et al. Is the improvement of CSR helpful in business performance? Discussion of the interference effects of financial indicators from a financial perspective. *Complexity*, 2021, 2021: 1-9.
- [10] Manna A, Sahu T N, Gupta A. Impact of ownership structure and board composition on corporate performance in Indian companies. *Indian Journal of Corporate Governance*, 2016, 9(1): 44-66.
- [11] 史燕丽, 刘玉廷, 孙园园. 基于商业银行绩效视角的流动性风险信息披露研究. *管理评论*, 2017, 29(5): 3-13.