

投资者情绪对上市公司投融资决策的影响研究

崔晓蕾◎著

非外借

 上海财经大学出版社
SHANGHAI UNIVERSITY OF FINANCE & ECONOMICS PRESS

本书是教育部人文社科青年项目（12YJC790023）、国家自然科学基金项目（71273164,71473157）、2016年度江苏省高校“青蓝工程”优秀青年骨干教师培养对象项目的阶段性研究成果，并获2015年江苏政府留学奖学金及南通大学人文社会科学出版基金资助

投资者情绪对上市公司投融资决策的影响研究

崔晓蕾◎著



 上海财经大学出版社
SHANGHAI UNIVERSITY OF FINANCE & ECONOMICS PRESS

图书在版编目(CIP)数据

投资者情绪对上市公司投融资决策的影响研究/崔晓蕾著. —上海:
上海财经大学出版社, 2016. 10

ISBN 978-7-5642-2527-8/F · 2527

I. ①投… II. ①崔… III. ①投资者-情绪-影响-上市公司-投资决
策-研究-中国 ②投资者-情绪-影响-上市公司-融资决策-研究-中国
IV. ①F279. 246 ②F832. 48

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 203057 号

责任编辑 温 涌

封面设计 杨雪婷

TOUZIZHE QINGXU DUI SHANGSHI GONGSI TOURONGZI JUECE DE YINGXIANG YANJIU

投资者情绪对上市公司投融资决策的影响研究

崔晓蕾 著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海华业装璜印刷厂印刷装订

2016 年 10 月第 1 版 2016 年 10 月第 1 次印刷

710mm×1000mm 1/16 12.5 印张 224 千字

定价: 45.00 元

前 言

近年来投资者情绪导致的股市错误定价得到了理论界和实务界的广泛认同 (Fisher & Statman, 2000; Brown & Cliff, 2005; Baker & Wurgler, 2006, 2007)。那么由投资者情绪导致的股市错误定价会对上市公司的投融资行为带来影响吗? 传统的投融资理论是建立在有效市场的假设基础上, 认为市场参与者都是理性的, 投资者能对公司资本配置行为正确估值, 即股票价格能正确反映公司价值。股票价格对公司决策的影响主要体现在其代表的公司基本面价值或未来投资机会对公司投资决策的影响, 公司投融资行为与投资者情绪无关。然而行为金融学理论认为, 在现实经济中由于有限套利和投资者非理性的存在, 股票价格会系统地偏离其基本价值 (Shleifer, 2000; Hirshleifer, 2001), 并且可能对上市公司的融资 (Baker & Wurgler, 2002; Chen & Zhao, 2004; Welch, 2004; Huang & Ritter, 2009 等) 和投资行为产生重要影响 (Baker et al., 2003; Chirinko & Schaller, 2001, 2006; Goyal & Yamada, 2004; Gilchrist et al., 2005; Dong et al., 2007; Polk & Sapienza, 2009 等)。

作为一个新兴市场, 中国股市在过去 20 多年里取得了巨大发展, 其重要性和影响力在全球范围内与日俱增。但与发达国家相比, 中国股市的成熟度和完善程度还相差甚远, 市场参与者以个人投资者为主, 导致市场总体的投资者理性程度较低。另外, 与成熟市场不同的是, 中国市场上存在卖空约束, 从制度上加剧了投资者的不完全套利, 并最终加剧了投资者的非理性。总体而言, 中国市场上的投资者非理性程度较高, 公司股价常常随着投资者情绪剧烈波动, 并严重背离公司真实价值, 股市错误定价现象长期存在 (Allen et al., 2005; Wong, 2006)。那么人们不禁要问, 在中国股票市场上投资者情绪导致的错误定价会影响上市公司的融资及投资行为吗? 其作用机理是什么? 如果股市错误定价会影响公司的决策行为, 那么该影响的经济后果是什么? 一定会导致资源配置无效吗?

为了探究以上问题,本书基于投资者非理性和管理层理性的理论框架,结合中国特殊制度背景,研究投资者非理性情绪导致的股市错误定价对公司投融资决策的影响机制及其对公司资本配置效率和财富分配效应的影响。本书各章主要内容如下:

第一章为导论部分,介绍本书选题背景与研究意义,阐述研究思路与研究内容,指出研究方法及主要创新等。

第二章为文献回顾与评述。本章分别从投资者情绪及其衡量方法、投资者情绪对公司投资决策(包括真实投资和兼并收购)的影响研究、投资者情绪对公司融资决策(包括股票发行/回购、债务发行和资本结构)的影响研究等方面进行文献综述。

第三章将股权融资途径和迎合途径结合起来,研究投资者情绪对公司投资决策的影响机制。首先,从总体上检验投资者情绪对公司投资决策的影响;其次,检验投资者情绪对公司投资决策的具体影响途径,是通过迎合途径或股权融资途径,还是两者兼而有之?若两个途径都有影响,那么哪个途径的影响更为突出?其背后的原因是什么?最后,分别检验投资者视野、融资约束、公司股价错估程度、投资水平以及所有权性质对公司投资—投资者情绪敏感度的影响。研究结果表明,在中国市场上投资者情绪与上市公司的投资显著正相关,投资者情绪对投资的影响既通过股权融资途径也通过迎合途径,但以迎合途径为主;投资者越短视、融资约束程度越高、公司股价被高估程度越高、投资水平越高,公司投资对投资者情绪的敏感度也就越高。

第四章从过度投资的视角,检验投资者情绪影响公司投资行为会给公司资源配置效率带来何种影响?是否会造造成非效率投资?首先,借鉴 Richardson(2006)的方法构建过度投资指标;其次,实证检验投资者情绪对过度投资的影响,以探究投资者情绪的高涨是否导致公司过度投资,进而造成资源配置的扭曲;最后,分别从自由现金流量和负债率角度研究股东—管理层代理冲突和股东—债权人代理冲突如何影响过度投资对投资者情绪的敏感度,并考察融资约束及公司股价错估程度会如何影响过度投资与投资者情绪的相关性。研究结果表明,在中国市场上投资者情绪对公司过度投资有显著为正的影响;自由现金流量和公司股价错估程度会强化投资者情绪对公司过度投资的影响,而负债率和融资约束会抑制投资者情

绪对过度投资的影响,国有企业相比于民营企业,其过度投资受投资者情绪的影响较小。

第五章从投资者情绪视角,研究中国上市公司增发方式选择,并进一步考察,对于已选择定向增发的上市公司而言,其发行比例是否受投资者情绪的影响。研究表明,投资者情绪对增发方式选择有显著的影响。投资者情绪较高时,上市公司倾向于选择公开增发方式;反之,投资者情绪较低时,上市公司倾向于选择定向增发方式。上市公司增发前的盈利能力越差,其选择定向增发的可能性就越大,国有企业相比于民营企业更容易选择定向增发方式;股权结构和信息不对称对增发方式选择没有显著影响。对于选择定向增发方式进行股权融资的公司而言,其增发比例会受到投资者情绪显著为负的影响。当投资者情绪较低(高)时,上市公司的增发比例较大(小),这说明在中国上市公司的定向增发过程中,可能确实存在大股东及其关联方或机构投资者侵占中小股东利益的问题。

第六章从二级市场定价的视角,研究投资者情绪对定向增发折扣率的影响,并进一步探究投资者情绪如何影响大股东机会主义与定向增发折扣率的相关性。研究表明,投资者情绪对定向增发折扣率有显著为正的影响;大股东机会主义和信息不对称对定向增发折扣率也有显著的正向影响;投资者情绪会强化大股东机会主义对定向增发折扣率的影响,即投资者情绪越高涨,定向增发折扣率受大股东机会主义的影响也越大,进而大股东利用定向增发途径进行利益输送的程度也越高。

第七章为全书总结,介绍本书的主要结论,同时指出研究中存在的不足,并进一步指出未来研究方向。

本书的主要创新包括如下几个方面:

第一,不同于现有文献大多从单一途径(要么从股权融资途径,要么从迎合途径)研究投资者情绪对公司投资决策的影响,本书在中国市场上首次系统地将迎合途径和股权融资途径两者结合起来,检验投资者情绪对上市公司投资决策的影响机制。

第二,不同于现有文献主要研究投资者情绪对公司投资水平(总量)的影响,本书除了研究投资者情绪对公司层面投资水平的影响,还从其产生的经济后果来研究投资者情绪是否导致投资的非效率。

第三,不同于现有文献关于投资者情绪与 SEO 的研究主要集中于考察投资者情绪对 SEO 时机选择的影响,本书从投资者情绪视角,研究公司如何在定向增发方式与公开增发方式之间选择,拓展了对上市公司 SEO 方式选择的研究视野。

第四,不同于现有文献主要从一级市场定价的视角研究定向增发折价问题,本书从二级市场定价的视角,研究投资者情绪对定向增发折扣率的影响,并揭示了投资者情绪如何强化大股东机会主义对定向增发折扣率的影响。

第五,本书改进了投资者情绪指标的估算方法。根据以往文献中对投资者情绪指标衡量的局限性以及我国股市相关数据的可得性,本书根据 Rhodes-Kropf, Robinson & Viswanathan(2005)分解 MB 的方法,构建一个相对纯粹的衡量投资者情绪的代理变量,此变量剔除了 MB 中包含的增长机会部分。

崔晓蕾

2016年8月

目 录

前言	1
第一章 导论	1
第一节 研究背景	1
第二节 研究意义	3
一、理论意义	3
二、现实意义	3
第三节 研究思路与研究框架	4
一、研究思路	4
二、研究框架	4
第四节 研究方法与创新之处	5
一、研究方法	5
二、创新之处	6
第二章 文献回顾与评述	8
第一节 引言	8
第二节 投资者情绪定义及其衡量方法	8
第三节 投资者情绪与公司投资决策	11
一、投资者情绪对公司真实投资的影响	11
二、投资者情绪对公司并购的影响	17
第四节 投资者情绪与公司融资决策	22

一、投资者情绪对股票发行/回购的影响	22
二、投资者情绪对公司债务融资的影响	25
三、投资者情绪对公司资本结构的影响	26
四、投资者情绪影响公司融资决策的国内研究述评	27
第五节 本章小结	29

第三章 投资者情绪对公司投资决策的影响研究

——基于股权融资途径和迎合途径	30
-----------------------	----

第一节 引言	30
第二节 文献回顾	31
第三节 理论模型与研究假说	34
一、理论模型	34
二、研究假说	39
第四节 研究设计	40
一、数据来源和样本选取	40
二、变量定义	41
三、模型设定	44
第五节 实证结果及分析	45
一、描述性统计分析	45
二、全样本分析:投资者情绪与公司投资	45
三、全样本分析:投资者情绪影响公司投资的途径	47
四、分类样本分析:以管理层视野分组	50
五、分类样本分析:以融资约束程度分组	53
六、分类样本分析:以股价错估程度分组	57
七、分类样本分析:以投资水平分组	60
八、分类样本分析:以所有权性质分组	63
第六节 稳健性检验	66
第七节 本章小结	67

第四章 投资者情绪对公司投资效率的影响研究

——基于过度投资的视角	69
-------------------	----

第一节 引言	69
--------------	----

第二节 文献回顾	71
一、公司非效率投资的影响因素	71
二、投资者情绪与公司投资(效率)	76
第三节 研究假说	78
第四节 研究设计	81
一、数据来源和样本选取	81
二、模型设定与变量定义	81
第五节 实证结果及分析	83
一、描述性统计分析	83
二、预期投资模型	84
三、投资者情绪与过度投资	86
四、投资者情绪、代理冲突与过度投资	87
五、投资者情绪、融资约束与过度投资	90
六、投资者情绪、错误估值程度与过度投资	92
七、投资者情绪、所有权性质与过度投资	93
第六节 稳健性检验	95
第七节 本章小结	102
第五章 投资者情绪对公司增发方式选择的影响研究	104
第一节 引言	104
第二节 文献回顾	107
一、关于股权再融资方式选择的国外文献综述	107
二、关于股权再融资方式选择的国内文献综述	111
第三节 研究假说	113
第四节 研究设计	114
一、数据来源和样本选取	114
二、模型设定与变量定义	115
第五节 实证结果及分析	117
一、描述性统计分析	117
二、投资者情绪与增发方式选择	120
三、投资者情绪与定向增发发行比例	122
第六节 稳健性检验	123

第七节 本章小结	124
第六章 投资者情绪对公司定向增发折价的影响研究	126
第一节 引言	126
第二节 文献回顾	128
一、流动性补偿假说	128
二、信息不对称假说	129
三、监督成本补偿假说	130
四、大股东机会主义假说	131
五、管理层机会主义假说	132
六、市场行情和投资者情绪对定向增发折价的影响	133
第三节 研究假说	134
第四节 研究设计	136
一、数据来源和样本选取	136
二、变量定义	137
三、模型设定	140
第五节 实证结果及分析	140
一、描述性统计分析	140
二、投资者情绪与定向增发折扣率	142
三、投资者情绪、大股东机会主义与定向增发折扣率	146
第六节 稳健性检验	150
第七节 本章小结	160
第七章 研究结论、局限性及未来研究方向	162
第一节 研究结论	162
第二节 局限性	165
第三节 未来研究方向	166
后记	167
参考文献	170

第一章 导 论

第一节 研究背景

近年来投资者情绪导致的股市错误定价得到了理论界和实务界的广泛认同 (Fisher & Statman, 2000; Brown & Cliff, 2005; Baker & Wurgler, 2006, 2007 等)。那么,由投资者情绪导致的股市错误定价会对上市公司的投融资行为带来影响吗?传统的投融资理论是建立在有效市场的假设基础上,认为市场参与者都是理性的,投资者能对公司价值进行正确评估,股票价格对公司决策的影响主要体现在其代表的公司基本面价值或未来投资机会对公司投资决策的影响,公司投融资行为与投资者情绪无关。然而行为金融学理论认为,在现实经济中由于有限套利和投资者非理性的存在,股票价格会系统地偏离其基本价值 (Shleifer, 2000; Hirshleifer, 2001),并且可能对上市公司的融资 (Baker & Wurgler, 2002; Chen & Zhao, 2004; Welch, 2004; Huang & Ritter, 2009 等) 和投资行为产生重要影响 (Baker et al., 2003; Chirinko & Schaller, 2001, 2006; Goyal & Yamada, 2004; Gilchrist et al., 2005; Dong et al., 2007; Polk & Sapienza, 2009 等)。

作为一个新兴市场,中国证券市场在过去 20 多年里取得了巨大发展,其重要性和影响力在全球范围内与日俱增。但与发达国家相比,中国证券市场的成熟度和完善程度还相差甚远。例如,中国证券市场一直以中小个体投资者为主,根据《上海证券交易所统计年鉴 2015》显示,无论是从账户数量还是从交易金额来看,投资者均以个人为主体。从开户数量上看,2014 年个人投资者占总体比例为 99.52%,而个人投资者中又以持股市值小于 100 万元的中小投资者为主,其占总体开户数比例为 97.37%;从交易金额上看,个人投资者占总体比例为 85.1%,而机构等非个人投资者只占 14.81%。类似的情形也存在于深圳证券交易所,2015

年深圳证券交易所个人投资者账户数占总体账户数比例为 99.72%，而机构投资者只占 0.28%。^① 由于个体投资者通常缺乏专业投资知识，其自身的预测和分析能力有限，因此以个体投资者为主的市场结构决定了中国证券市场总体的投资者理性程度较低，在市场上具体表现为：投机盛行，投资者热衷于炒作题材，不太关注上市公司的基本面状况，在“牛市”中表现出过度自信，在“熊市”中表现出过度谨慎（史永东等，2009）。

另外，中国市场特殊的制度背景也加剧了投资者的非理性。一方面，与美国等成熟市场不同的是，在股指期货和融资融券推出之前的很长一段时间里，中国市场上存在卖空限制；即使在推出股指期货之后，由于其门槛限制，中小个人投资者仍然不具有卖空资格，因此加剧了投资者的不完全套利，并最终加剧了投资者的非理性程度。另一方面，中国证券市场素有“政策市”之称，政策对投资者行为影响显著（李心丹等，2002）。政府某项政策的出台会在不改变股票基本面的情况下，致使股市整体出现大幅度的上涨或下跌，如 2007 年 5 月 30 日凌晨财政部宣布上调印花税，随即股市出现 900 余只股票跌停的现象。2016 年初实施的熔断机制再次印证了中国证券市场的不成熟。2016 年 1 月 4 日实施熔断机制当天，股市出现千股跌停现象，并触发了 7% 的熔断阈值。而在弱势反弹了两天之后，1 月 7 日沪、深两市在开盘不到半小时的时间再次触发熔断阈值。原本为稳定市场、防止市场出现大幅波动而出台的熔断机制，实施后居然造成了更大幅度的波动，反而加剧了投资者的非理性程度。

因此，特殊的投资者结构和制度背景共同决定了中国市场投资者非理性程度较高，公司股价常常随着投资者情绪剧烈波动，并严重背离公司真实价值，股市错误定价现象长期存在（Allen et al., 2005; Wong, 2006）。那么人们不禁要问：在中国股票市场上，投资者情绪导致的错误定价会影响上市公司的融资及投资行为吗？其作用机理是什么？如果股市错误定价会影响公司的决策行为，那么该影响的经济后果是什么？一定会导致资源配置的无效吗？

为了探究上述问题，本书将基于投资者非理性和管理层理性的理论框架（Baker & Wurgler, 2007），结合中国特殊制度背景，研究投资者非理性情绪导致的股票市场错误定价对公司投融资决策的影响机制及其对公司资本配置效率和财富分配效应的影响。

① 资料来源：《深圳证券交易所统计年鉴 2015》。

第二节 研究意义

一、理论意义

传统金融学对公司投融资决策的研究往往忽略投资者情绪的影响,其对公司投资决策的研究主要建立在融资约束理论(Myers & Majluf, 1984)、代理理论(Jensen, 1986; Morck et al., 1988)等传统理论上,认为公司投资决策主要取决于其面临的投资机会、内部现金流、负债程度和股权结构等;对公司融资决策的研究主要基于权衡理论(Brennan, 1970; Baxter, 1967; Miller, 1977)、信息不对称理论(Ross, 1977; Myers, 1984)、代理理论(Jensen & Meckling, 1976; Jensen, 1986; Stulz, 1990)、控制权理论(Harris & Raviv, 1988)等。本书放松了传统金融学理论中关于投资者理性和有效市场的假设条件,基于投资者非理性和管理层理性的理论框架,揭示了投资者情绪导致的错误定价对公司投融资决策的影响机制及其经济后果,拓展了传统公司投融资决策的研究内容,同时丰富了股市错误定价影响公司投融资行为的相关文献。

二、现实意义

近 20 多年的市场实践表明,相较于发达国家的成熟市场,中国市场上的投资者非理性程度较高,股价受投资者情绪的影响程度较大,往往出现暴涨暴跌,错误定价现象长期存在。尤其当前受美国次贷危机引发的全球性金融危机影响,中国股市也呈现大幅波动。因此,基于中国资本市场,研究投资者非理性情绪导致的错误定价对公司投融资决策的影响及其作用机制有特别重要的现实意义:一方面,可以为中国上市公司在市场非完全有效条件下的合理资本配置提出可行的政策建议;另一方面,有助于从微观企业的视角更好地理解股票市场波动对实体经济的影响机制。尤其在经历本次金融危机之后,人们将更多地思考虚拟经济对实体经济的影响问题,特别是如何设计制度以“校正”虚拟经济对实体经济的不利影响,以促使资本市场更好地为实体经济服务。本书的研究有助于我们反思金融市场波动尤其是金融危机对实体经济的传导机制,并为后危机时代有限理性下的金融监管提供理论依据。同时,通过本书的研究,可以更好地理解股票市场在中国经济发展过程中(尤其在资源配置中)所发挥的作用,并为促使资本市场更好地服务于实体经济提出政策建议。

第三节 研究思路与研究框架

一、研究思路

在中国资本市场的特殊制度背景下,本书遵循行为公司金融的研究范式,基于投资者非理性和管理层理性的理论框架(Baker et al., 2007),研究投资者非理性情绪导致的股市错误定价对公司投融资决策的影响机制及其对资源配置效率和财富分配效应的影响。具体思路如下:

第一,基于 Baker et al. (2007)的理论模型,对其进行扩展,构建适合本书研究的理论模型,探讨在非有效市场中,理性管理层为最大化公司价值(包括自身利益),在考虑融资决策给公司带来影响的同时,如何在公司基本面价值(Fundamental Value)、迎合(Catering)、市场择时(Market Timing)这三个目标间进行权衡,以做出最优的投资决策。从理论上揭示投资者非理性情绪导致的错误定价在不同条件下如何影响公司投资决策。

第二,从实证角度分别研究投资者情绪如何影响公司的投资决策(包括投资水平和投资效率)和融资决策(包括增发方式选择和定向增发折价)。在针对投资决策的研究中,首先,研究投资者情绪是否影响公司投资水平,以及具体通过哪些途径实施影响;其次,进一步研究投资者情绪影响公司投资行为带来的经济后果,即基于过度投资视角检验投资者情绪对公司投资效率的影响。在针对融资决策的研究中,首先,研究投资者情绪是否影响上市公司增发方式的选择(在定向增发和公开增发之间选择);其次,进一步探究对定向增发而言,投资者情绪是否影响其折扣率。

第三,根据上述研究结果,分别向公司管理层和金融监管机构提出可行的政策建议。

二、研究框架

基于上述研究思路,本书的具体研究框架如图 1.1 所示。

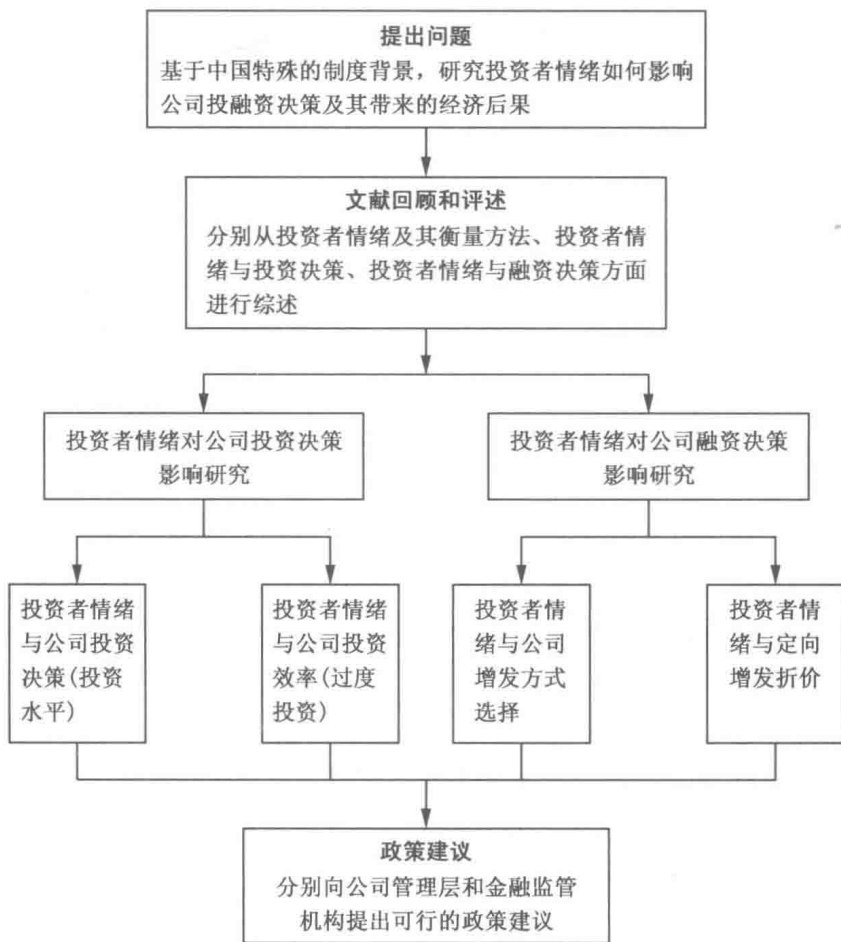


图 1.1 本书的研究框架

第四节 研究方法与创新之处

一、研究方法

在理论上,为研究投资者情绪对公司投资决策的影响,本书采用静态优化方法,从公司管理层最优决策视角出发,在考虑融资决策给公司价值带来影响的情形下,分析当理性管理层面临投资者非理性情绪导致的错误定价时,如何在公司基本面价值、迎合投资者非理性需要带来的收益、择时融资带来的收益这三个目标间进行权衡,以做出最优的投资决策。

在实证上,针对投资者情绪与公司投资决策(投资水平)的研究,为同时从迎合途径和股权融资途径研究投资者情绪对公司投资的影响,本书采用 2SLS 方法以解决股权融资途径存在的内生性问题;针对投资者情绪与投资效率(过度投资)的研究,本书采用固定效应模型(FE),实证检验错误定价对过度投资的影响,以探究资产价格的高估是否导致公司过度投资,进而造成资源配置的扭曲;针对投资者情绪与公司增发方式选择的研究,本书采用 Logit 模型,实证检验投资者情绪对增发方式选择的影响;针对投资者情绪与定向增发折价的研究,本书采用混合数据多元回归方法(Pooled OLS),实证检验投资者情绪对定向增发折扣率的影响。

二、创新之处

第一,不同于现有文献大多从单一途径(要么从股权融资途径,要么从迎合途径)研究投资者情绪对公司投资决策(投资水平)的影响,本书在中国市场上首次系统地将迎合途径和股权融资途径两者结合起来,检验投资者情绪对上市公司投资决策的影响机制。

第二,大多数现有文献要么没有考虑投资者情绪影响公司投资行为的经济后果,要么理所当然地认为,投资者情绪影响公司投资行为必然带来公司资源配置非效率。本书除了研究投资者情绪对公司层面投资水平的影响,还从其产生的经济后果来研究投资者情绪是否导致投资的非效率。

第三,不同于现有文献关于投资者情绪与 SEO 的研究主要集中于考察投资者情绪对 SEO 时机选择的影响,本书从投资者情绪视角,研究公司如何在定向增发方式与公开增发方式之间选择,拓展了对上市公司股权再融资方式选择的研究视野。

第四,国内学者对定向增发折价问题的研究,较多基于“控股股东利用折价进行财富转移”的视角展开,但忽视了市场因素的影响。本书从二级市场定价的视角,研究投资者情绪对定向增发折扣率的影响,并揭示了投资者情绪如何强化大股东机会主义对定向增发折扣率的影响。

第五,本书在研究中紧密结合中国特殊的制度背景和所有权性质特征。例如,在研究投资者情绪对增发方式选择的影响时,在样本选择时需要剔除制度因素的影响,将那些因达不到公开增发要求而“被迫”选择定向增发的公司样本剔除;又如,在研究投资者情绪对公司投资决策(包括投资水平和投资效率)的影响时,考虑所有权性质对投资者情绪与投资决策相关性的影响。