

 中国青年学者文库

Bubbles and Investment:

Impacts of Chinese Stock Market to
Listed Companies' Investment Decision-making Behavior

泡沫与投资： 证券市场效率与 企业投资行为

沈可挺○著



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS(CHINA)

 中国青年学者文库

Bubbles and Investment:

Impacts of Chinese Stock Market to
Listed Companies' Investment Decision-making Behavior

泡沫与投资： 证券市场效率与 企业投资行为

沈可挺●著



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

· 中国青年学者文库 ·

泡沫与投资：证券市场效率与企业投资行为

著 者 / 沈可挺

出 版 人 / 谢寿光

出 版 者 / 社会科学文献出版社

地 址 / 北京市东城区先晓胡同 10 号

邮政编码 / 100005

网 址 / <http://www.ssap.com.cn>

网站支持 / (010) 65269967

责任部门 / 财经与管理图书事业部 (010) 65286768

电子信箱 / caijingbu@ssap.cn

项目负责 / 周 丽

责任编辑 / 张 征

责任印制 / 盖永东

总 经 销 / 社会科学文献出版社发行部

(010) 65139961 65139963

经 销 / 各地书店

读者服务 / 市场部 (010) 65285539

排 版 / 北京亿方合创科技发展有限公司

印 刷 / 北京智力达印刷有限公司

开 本 / 889 × 1194 毫米 1/32 开

印 张 / 8.5

字 数 / 157 千字

版 次 / 2007 年 4 月第 1 版

印 次 / 2007 年 4 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978 - 7 - 80230 - 533 - 5/F · 137

定 价 / 25.00 元

本书如有破损、缺页、装订错误，

请与本社市场部联系更换



版权所有 翻印必究

图书在版编目 (CIP) 数据

泡沫与投资：证券市场效率与企业投资行为/沈可挺
著. - 北京：社会科学文献出版社，2007. 4

(中国青年学者文库)

ISBN 978-7-80230-533-5

I. 泡... II. 沈... III. 证券交易-资本市场-影响-
企业-投资-研究-中国 IV. F279.23 F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 030882 号

**浙江省社科联省级社会科学学术著作
出版资金资助出版**



沈可挺 1975年生，浙江慈溪人。1998年、2002年、2005年分别获西安交通大学管理学院工业外贸专业学士学位、中国社会科学院数量经济技术经济研究所技术经济及管理专业硕士、博士学位。现任职于浙江工商大学经济学院。主要研究方向涉及宏观经济学、金融经济学、新政治经济学等领域，近期主要研究课题包括资本市场与技术创新的互动机制、股权分置企业的行为公司金融研究以及体制转轨中的产业管制问题。近年来先后在《管理世界》、《管理科学》、《数量经济技术经济研究》等学术期刊上发表论文十余篇；曾参与多项大型国家部委重点课题和福特基金研究项目，并参与组织开发基金、券商的投资风险管理系统。

前 言

金融市场的发展能够增进融资效率。当融资变得更加容易之后，创造财富将主要依靠创新思想、劳动技能和努力工作，而不再是已有的财富。然而，几乎每一次繁荣之后都会发生的公司丑闻、金融危机和经济波动，却使得金融市场备受争议，尤其是证券市场。历史和现实的经验似乎反复表明，人们对未来的乐观主义情绪可能会催生资产泡沫，并产生重要的宏观经济影响。

凯恩斯（1936）的《通论》与哈伯勒（1937）的《繁荣与萧条》均强调了人的预期的系统性偏差对经济周期的重要影响。在经济思想史上，这一思想至少可以追溯到贝弗里奇（1909）、陶西格（1911）、庇古（1927）以及克拉克（1934）。但是这个思想在现代宏观经济学当中却消失了，以至于有经济学家（例如贝克豪斯，2004）提出，“IS-LM 模型究竟丢弃了什么？”本书以为，在一定程度上，以有效市场

假说为核心的经典金融学为宏观经济理论提供了不恰当的微观基础。

在过去的 20 年里，行为金融学的兴起重新开始强调系统性的预期偏差对资产定价的重要意义，并引入心理学有关人的行为的一些观点来解释金融市场上的异常现象。行为金融学对以有效市场假说为核心的经典金融学在理论和实证两方面的挑战不容忽视，从而迫使经济学界不得不面对资产定价中可能存在的系统性偏差，以及由此引发的对企业投资和宏观经济的影响。

行为金融学的研究从行为资产定价而至行为公司财务，考察资产定价的偏差对企业财务和投资行为的影响，这可以说是思维逻辑的自然延伸。虽然最近的一些文献试图直接在宏观经济模型中反映预期偏差和资产泡沫对经济周期的冲击，但是总的来说，预期的系统性偏差迄今为止在宏观经济学中却还是一个备受争议的思想。

尽管如此，行为公司财务的研究进展已经表明，宏观经济学中现有的投资理论可能需要重新构建；或者，我们可能需要重新理解资本市场在引导投资方面的效率含义。本书所反映的就是我个人对这个问题的一个粗浅的理解。在我个人看来，行为公司财务角度的研究进展有可能构成宏观经济学至少是投资理论的微观基础。

探讨资产定价偏差对公司财务和投资行为的影响对于中国证券市场的发展来讲可能也是至关重要的。毕竟，说到一

个国家的证券市场的定价效率低下是一回事，而说到一个国家的证券市场会导致投资扭曲和资源的无效配置则完全是另外一回事了。因为从理论角度看，证券市场的主要功能定位就在于提高社会整体的资源配置效率。

近几年来，中国证券市场股权分置的制度安排一直是社会各界激烈争论的一个焦点问题。但是这些争论主要针对的是市场的定价效率。本书的研究表明，股权分置的制度安排会扭曲上市公司的投资行为，使盈利企业面临投资不足，而亏损企业则会倾向于进行过度投资。这样的缺陷对于一个新兴的证券市场而言可以说是致命的。令人感到欣慰的是，在从2005年5月至今的一年多时间里，中国证券市场股权分置的问题已经基本得到妥善解决。

本书是在我的博士论文基础上修改而成的。但是在书稿即将修订完成之际，我却越来越清晰地感到，也许我们应该重新理解资产泡沫对于实体经济的影响。本书的研究逻辑是这样的：预期偏差→资产泡沫→资本成本下降→投资规模上升；从理论角度看，这种由资产泡沫引起的投资规模过度扩大是无效率的。但是这可能仅仅是故事的一个片段，尤其是面对因新技术而引发的投资泡沫。

以纳斯达克的互联网泡沫为例：一种新兴产业横空出世，催生出众多百万富翁、亿万富翁，促成了一波超大规模的企业并购热潮；同时也爆发出不少篡改盈利数据、进行会计账目欺诈的公司丑闻，以及由此导致的巨型公司崩溃事件。但

是当经济摆脱泡沫的阴影重新开始焕发活力的时候呢？我们总是会不无惊奇地发现，整个经济的基本面貌都因为那个催生泡沫的新兴产业的发展而彻底改变了模样。在 20 世纪的股票市场发展史上，20 年代电气化的发展如是，90 年代互联网的发展亦复如是。

也许我们可以做出这样的猜测：如果不是因为有乐观主义情绪催生出资产泡沫并引发大量投资，新技术的影响可能不会那么迅速、那么彻底。历史和未来都存在于当下。

衷心感谢社会科学文献出版社的周丽女士和张征女士在本书出版过程中所给予的热心帮助和认真工作。

本书的出版得到了浙江省社科联省级社会科学学术著作出版资金提供的资助，特此表示感谢。

目 录

导 论	1
一 本书的研究目的与意义	2
二 证券市场与企业投资问题的研究现状	5
三 本书的研究思路和结构安排	20
 第一章 股价波动与企业投资	23
一 资本租用成本模型	23
二 调整成本模型	28
三 托宾的 q 理论	33
四 金融市场的不完美性	41
五 股价波动对投资的影响	48
 第二章 股市有效性的实证难题	59
一 有效市场理论概述	59

二	市场有效性的检验方法及问题	68
三	股市异常现象	93
四	市场的资源配置效率问题	99
第三章	中国股市的惯性效应和反转效应	104
一	研究背景与文献综述	104
二	研究方法和数据处理	114
三	实证研究结果	118
四	进一步的讨论	126
第四章	中国股市的泡沫与投资：理论模型	135
一	文献综述	135
二	股价泡沫的理论模型	140
三	股价泡沫、资本成本和投资规模	162
四	进一步的讨论	167
第五章	中国股市的泡沫与投资：实证研究	169
一	文献综述	169
二	研究方法和数据处理	176
三	实证研究结果	182
四	进一步的讨论	196
五	本章小结	201

第六章 结论	204
附 录	213
一 A 股估值慎言“与国际接轨”	214
二 不应对 IPO 询价制期望过高	219
三 清醒看待“尚五点”	223
四 头号难题求解——股权分置改革周年回顾	225
参考文献	239
后记	255

导 论

金融市场的发展可以推动公平竞争，促进经济繁荣。正如拉古拉迈·拉詹和路易吉·津加莱斯（2004）所言，当融资变得更加容易之后，创造财富将主要依靠创新思想、劳动技能和努力工作，而不是已有的财富。^① 然而，几乎每一次繁荣之后都会发生的金融危机和公司丑闻，却使得金融市场（尤其是证券市场）备受争议。最近的例子就是美国纳斯达克的互联网泡沫：一种新兴产业横空出世，催生出众多百万富翁、亿万富翁，促成了一波超大规模的企业并购热潮；同时也爆发出不少篡改盈利数据、进行会计账目欺诈的公司丑闻，以及由此导致的巨型公司崩溃事件。^② 令人感兴趣的是，

① 拉古拉迈·拉詹和路易吉·津加莱斯（Raghuram G. Rajan 和 Luigi Zingales）：《从资本家手中拯救资本主义——捍卫金融市场自由，创造财富和机会》，中文版序，中信出版社，2004。

② 安德瑞·史莱佛（Andrei Shleifer）：《并非有效的市场——行为金融学导论》，中文版序言，中国人民大学出版社，2003。

这些现象之间存在什么必然的联系吗？证券市场对于企业投资行为究竟会产生什么样的影响呢？

早在1936年，凯恩斯就在其《就业、利息和货币通论》一书当中言道：“证券交易所之每日行情，其初衷固在便利人与人之间旧有投资之转让，但势必对于当前投资量发生重大影响。如果建设一新企业，较购买一同样现成的为贵，则当然弃造而购。在另一方面，如果有一新事业，费用很奢，但只要能以其股票在证券交易所发出去，而即刻有利可图，则亦未尝不可从事。故有若干类投资，与其说是决定于职业企业家之真正预期，无宁说是决定于股票价格乃代表证券市场之平均预期。证券交易所中现有投资之每日行市，甚至是每小时行市，既如此重要，然则此种行市如何决定的呢？”^①对此，迄今为止我们似乎仍然知之甚少。

一 本书的研究目的与意义

从理论角度看，证券市场的主要功能定位于提高社会整体的资源配置效率以及上市公司的资源使用效率。为此，除了考察证券市场的信息有效性之外，还需关注其资源配置有效性。但是这个问题在经典金融理论当中却几乎已经不是问题了。作为经典金融理论核心命题的有效市场假说（Efficient

^① 凯恩斯：《就业、利息和货币通论》，徐毓枬译，商务印书馆，1963，第63~64页。

Market Hypothesis, EMH) 认为, 在一个信息充分有效的证券市场中, 股价市值不会持续偏离公司基本面。因此, 信息有效似乎自然意味着资源配置的有效性。

随着对金融市场研究的日益深入, 越来越多的实证研究结果表明, 即便是在欧美发达国家的证券市场, 有悖于有效市场假说的所谓股市异象 (Anomaly) 也屡见不鲜。大量研究结果显示, 股票收益率至少具有部分可预测性 (Predictability), 并且股价很有可能会在较长一段时间内持续偏离公司基本面价值 (Fundamental Value)。

因此, 自然而然会产生一个问题就是, 企业管理者究竟是否会在其投资决策过程中考虑企业市场价值或者说公司股价的影响因素? 这个问题的重要性在于: 如果管理者在投资决策过程中不考虑公司股价的影响, 那么即使股价能够充分反映包括内幕信息在内的所有信息, 股市又如何实现其资源配置功能? 如果管理者考虑公司股价的影响, 那么在股价持续偏离公司基本面价值, 或者说存在股票价格泡沫的情况下, 企业的投资决策是否会受到泡沫的影响?

根据默克、史莱佛和维什尼 (Morck, Shleifer and Vishny, 1990) 的分类, 用于解释股票市场与企业投资之间关系的理论共有四类。第一类认为, 股市只是对企业未来活动的被动预报, 管理者在实际做决策时对此并不加以考虑。此观点认为, 这是因为管理者对于企业的投资机会比公众了解得多。第二类认为, 股市能为管理者提供信息以帮助他们预测公司

未来的基本面情况。此类信息有时可能并不准确，但是如果此时这类信息仍被采用，股市就会影响投资；如果股市信息准确，那么管理者就可准确预测公司未来的基本面情况。因此，如果管理者掌握了公司未来的基本面情况，股市就不会对实际投资产生什么影响。但是，如果投资者情绪影响到股市，并且此类不准确信号影响到投资，那么股市就会对实际投资产生影响。第三类是融资假说，该理论认为，如果企业市值上扬，那么不管它采用股权或债务融资，其融资都将变得更为轻松。因此，如果企业投资依赖外部融资，股市行情就会对企业投资产生影响。第四类理论认为，股价波动会对管理者的个人生计产生压力，因此，如果企业市值下降，管理者将担心被解雇，因而管理者会按照投资者的意愿来估价企业并减少投资。在这类理论当中，即使管理者了解企业的基本面情况，股市也会对投资产生影响。^①

贝克尔、斯特恩和武格勒（Baker, Stein and Wurgler, 2002）的研究结果表明，对于依赖股权融资的企业（Equity-dependent Firms），即对于那些需要通过发行外部股权为其投资计划融资的企业，其投资对于股价的非基本面因素比较敏感。袁国良、郑江淮和胡志乾（1999）以及黄少安和张岗（2001）等人的研究发现，中国上市公司对股权融资特别偏

① 相关的讨论具体可参阅 Soo-Hyon Lim, "Stock Prices and Investment", Part III, *Stock Prices and Investment, Literature Synthesis*, University of Missouri-Columbia, 2003, unpublished.

爱。顺着这个思路，摆在我们面前的一个问题就是，中国上市公司的投资对其市场价值的非基本面因素是否也比较敏感？

如果企业市值或者股票价格确实会对企业投资从而对实体经济产生影响，那么任何可能导致市场非效率性的因素，包括投资者情绪甚至投机和坐庄，最终都会影响到实体经济之运行。反过来，上市公司也有可能利用策略性投资行为来操纵股价，而这种行为在损害公众投资者利益的同时也可能危及企业的正常发展。

由此可见，厘清市场价值与企业投资之间的关系问题，对于我们深入理解中国证券市场的运行效率和功能，从而把握证券市场对宏观经济的影响机制，能够起到一个有益的理论补充作用；同时，对于理解上市公司的行为模式以及强化证券市场监管而言，也将具有重要的现实意义。

二 证券市场与企业投资问题的研究现状

从理论逻辑上讲，股票市值与企业投资之间的关系问题和有效市场假说（EMH）是紧密相关的。如果股价或股票市值的波动不影响企业投资和实体经济，那么围绕有效市场假说的诸多争论，其理论与现实意义都将大为削弱。在这种情况下，股市投资可视为一场零和博弈，市场无效率性只会导致财富从输家向赢家的转移，而不会产生任何生产性影响。但是，如果股价确实会对企业投资和实体经济产生影响，那