



浙江省哲学社会科学规划  
后期资助课题成果文库

# 资本市场错误定价对 公司投资行为的影响研究

Ziben Shichang Cuowu Dingjia Dui  
Gongsi Touzi Xingwei De Yingxiang Yanjiu

夏冠军 著

中国社会科学出版社



浙江省哲学社会科学规划  
后期资助课题成果文库

# 资本市场错误定价对 公司投资行为的影响研究

Ziben Shichang Cuowu Dingjia Dui  
Gongsi Touzi Xingwei De Yingxiang Yanjiu

夏冠军 著

中国社会科学出版社

## 图书在版编目(CIP)数据

资本市场错误定价对公司投资行为的影响研究 / 夏冠军著. —北京: 中国社会科学出版社, 2016. 6

ISBN 978 - 7 - 5161 - 8122 - 5

I. ①资… II. ①夏… III. ①资本市场 - 定价 - 影响 - 公司 - 投资行为 - 研究 IV. ①F276. 6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 099795 号

---

出版人 赵剑英  
责任编辑 宫京蕾  
特约编辑 高川生  
责任校对 王影  
责任印制 何艳

---

出版 中国社会科学出版社  
社址 北京鼓楼西大街甲 158 号  
邮编 100720  
网址 <http://www.csspw.cn>  
发行部 010 - 84083685  
门市部 010 - 84029450  
经 销 新华书店及其他书店

---

印刷装订 北京市兴怀印刷厂  
版次 2016 年 6 月第 1 版  
印次 2016 年 6 月第 1 次印刷

---

开本 710 × 1000 1/16  
印张 12.25  
插页 2  
字数 201 千字  
定价 48.00 元

---

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社营销中心联系调换

电话: 010 - 84083683

版权所有 侵权必究

# 目 录

<b>第一章 导论</b> .....	(1)
<b>第一节 问题提出与研究意义</b> .....	(1)
一 选题背景及问题的提出 .....	(1)
二 选题意义 .....	(4)
三 主要概念界定 .....	(6)
<b>第二节 研究思路、主要研究内容和研究方法</b> .....	(7)
一 研究思路 .....	(7)
二 研究内容与研究框架 .....	(8)
三 研究方法与技术路线 .....	(10)
<b>第三节 主要研究结论与创新点</b> .....	(11)
一 主要研究结论 .....	(11)
二 本书对现有文献的贡献和特色之处 .....	(13)
<b>第二章 国内外相关文献及述评</b> .....	(15)
<b>第一节 错误定价影响公司投资行为的作用机理</b> .....	(16)
一 股权融资渠道 .....	(17)
二 迎合渠道 .....	(21)
三 管理者乐观主义的中介效应渠道 .....	(25)
四 市场择时和迎合方法的理论分析框架 .....	(25)
<b>第二节 错误定价及其衡量方法</b> .....	(27)
<b>第三节 错误定价对公司资本配置效率的影响</b> .....	(29)
<b>第四节 基于中国资本市场特有制度背景的文献评述</b> .....	(30)
<b>第三章 错误定价的测度与分析</b> .....	(34)
<b>第一节 中国上市公司的行业分类标准及样本选择</b> .....	(35)
<b>第二节 基于分解托宾 Q 的错误定价</b> .....	(38)

一	基于托宾 Q 值分解的理论基础 .....	(39)
二	RKV 模型分解托宾 Q 的具体过程 .....	(40)
第三节	可操控应计利润的测度 .....	(44)
第四节	本章小结 .....	(48)
<b>第四章</b>	<b>公司投资行为与金融摩擦的理论模型 .....</b>	<b>(49)</b>
第一节	公司投资行为与金融摩擦的理论模型 .....	(49)
一	投资的托宾 Q 模型 .....	(50)
二	投资的销售加速模型和误差修正模型 .....	(51)
三	投资的欧拉方程模型 .....	(52)
第二节	实证模型构建及估计方法 .....	(54)
第三节	本章小结 .....	(59)
<b>第五章</b>	<b>制度背景、错误定价与公司动态投资行为 .....</b>	<b>(60)</b>
第一节	引言 .....	(60)
第二节	制度背景与理论分析 .....	(61)
第三节	模型设计、变量选择与描述性统计 .....	(63)
一	模型设计与变量定义 .....	(63)
二	样本选择、数据来源及描述性统计 .....	(70)
第四节	上市公司总量层面的实证结果分析 .....	(77)
一	单因素分析 .....	(77)
二	上市公司总量层面数据的回归结果分析 .....	(80)
三	上市公司总量层面数据分年度回归结果分析 .....	(90)
第五节	上市公司按融资约束程度分类实证结果 .....	(101)
第六节	资本市场错误定价对公司资本配置效率的影响 .....	(105)
一	相关文献与理论分析 .....	(106)
二	实证分析 .....	(107)
第七节	本章小结 .....	(111)
<b>第六章</b>	<b>股票错误定价对高新技术企业研发投资的影响 .....</b>	<b>(114)</b>
第一节	引言 .....	(114)
第二节	制度背景、理论分析及研究假设的提出 .....	(116)
第三节	研究设计、变量选择与数据来源 .....	(119)
一	计量模型设定与变量定义 .....	(119)
二	估计方法 .....	(121)



三 样本选择与数据来源 .....	(121)
第四节 实证结果分析 .....	(123)
一 单变量检验 .....	(123)
二 基于欧拉方程投资模型的多变量回归分析 .....	(124)
三 稳健性检验 .....	(128)
第五节 本章小结 .....	(129)
第七章 错误定价与公司投资：高管薪酬和背景特征视角* .....	(131)
第一节 问题的提出 .....	(131)
第二节 错误定价、高管薪酬契约与公司投资行为 .....	(132)
一 高管薪酬契约安排的制度背景与理论分析 .....	(132)
二 研究设计、估计方法与样本选择 .....	(134)
三 实证结果及分析 .....	(137)
第三节 高管背景特征、错误定价与公司投资行为 .....	(145)
一 相关文献与理论分析 .....	(146)
二 实证分析 .....	(148)
第四节 本章小结 .....	(151)
第八章 宏观经济因素、市场择时与公司投资行为 .....	(153)
第一节 问题的提出 .....	(153)
第二节 宏观冲击与市场择时机会下的公司投融资 .....	(154)
第三节 模型设定的制度背景与实证模型选择 .....	(157)
一 模型设计的制度背景 .....	(157)
二 模型设定与变量定义 .....	(158)
第四节 计量结果及分析 .....	(160)
第五节 本章小结 .....	(163)
第九章 结论、启示及研究展望 .....	(164)
第一节 研究结论与启示 .....	(164)
第二节 研究局限与研究展望 .....	(167)
参考文献 .....	(170)
致谢 .....	(188)

# 第一章

## 导 论

### 第一节 问题提出与研究意义

#### 一 选题背景及问题的提出

从国际上看,20世纪以来美国历经数次股市泡沫引发经济危机,甚至引发世界经济危机,尤其是1929年股市泡沫的破灭让美国和全球进入了长达10年的经济大萧条。众多宏观经济学理论流派提出了各种理论解释大萧条形成的原因,尽管争论很大,但是普遍认为投资者非理性的乐观情绪是导致经济大萧条的原因之一。2007年美国次贷危机引发的全球金融危机不仅重创了各国金融业,引起投资者情绪和资产价格大幅波动,而且蔓延到实体经济,世界经济陷入持续性的衰退,再次凸显了虚拟经济对实体经济影响的重要性。世界和美国股市泡沫的史实表明,证券市场不只是被动地反映实体经济活动,而且已经成为一种独立因素或主导因素影响实体经济。

作为新兴加转轨的中国证券市场,沪深证券市场总市值与GDP之比从2003年的0.6上升到2011年6月的1.3,中国股市对国民经济的重要性和影响力随着股市扩容与日俱增,并且这一趋势在加速<sup>①</sup>(胡永刚和郭长林,2012)。从中国证券市场发展历程来看,中国证券市场是从计划经济向市场经济转轨过程中由政府主导下发展起来的,带有强烈的行政管制

---

<sup>①</sup> 股市波动可能影响消费和投资,从而对经济波动产生影响。国内外大量文献从宏观层面研究了股市波动对私人消费的影响,从而对经济波动产生影响。国内比较新的文献参见胡永刚和郭长林发表在《经济研究》2012年第3期的文章,研究结果表明:反映经济基本面变化的股价变动对中国居民消费具有长期影响,投机因素引起的股价变动对中国居民消费的影响甚微。本文研究股市波动对公司投资行为的影响,从而为经济波动提供微观公司层面的解释视角。

和干预特征，证监会执行比较严格的证券发行管制，由此决定了中国证券市场法律制度、诚信水平、运行的市场机制、监管体系和市场主体（投资者、上市公司和政府监管部门等）成熟程度与成熟市场还存在较大的差距，股价暴涨与暴跌现象频繁发生。1997年以来，中国股市发生了几次大的暴跌和暴涨现象，上证收盘综合指数在两年多的时间内从998.23点飙升至6124点，上涨了5.13倍，在此后一年时间内股票指数快速下跌至1664.93点，跌幅达73%。股票价格频繁大起大落，对上市公司的财务决策产生了重大影响。不少上市公司热衷投资市场热点项目，脱离传统主业投资网络、生物医药、太阳能和新能源电池等热点行业，结果导致投资效率和效益低下，1999—2004年中国上市公司的资本投资回报率仅为2.6%，远低于资本成本（辛清泉、林斌和杨德明，2007）。

大量文献已经证明，股票价格频繁大幅波动不但造成证券市场个体间财富的转移，影响金融和社会稳定，而且还可能对上市公司的融资（如市场择时理论）、投资（如股权融资机制和迎合机制理论）、资本结构和并购活动等财务决策产生重大影响<sup>①</sup>，进而可能通过多种传导机制影响资源配置效率和金融稳定。因此，中国股票市场的大幅波动，一方面为研究资本市场错误定价是否影响公司投资行为提供了难得的研究契机，另一方面也说明，在投资者普遍非理性以及股票价格指数暴涨与暴跌现象频繁发生的中国资本市场，探讨资本市场错误定价是否以及如何作用公司投资行为具有突出的现实意义。

大量文献从微观公司层面，利用不同国家的研究样本进行了深入的研究，产生了丰富的学术成果，形成了投资者非理性和管理者非理性两条研究路径<sup>②</sup>。贝克、斯坦和沃格勒（Baker, Stein and Wurgler, 2008, 2012），从而极大地丰富和发展了行为公司金融理论。在投资者非理性分析框架下，如下问题已

---

① 贝克和沃格勒（2008，2012）在《Forthcoming in Handbook of the Economics of Finance: Volume 2》中的《Behavioral Corporate Finance: An updated Survey》对经济主体非理性影响公司融资、投资、资本结构、股利政策、盈余管理、IPO和收购兼并等公司财务决策的文献做了一个权威的研究综述。

② 这两条研究路径形成了三种组合：一是假设投资者非理性和管理者理性，将公司投资决策看作管理者对于资本市场错误定价的理性反应；二是假设投资者理性和管理者非理性，研究证券市场有效条件下管理者非理性对公司投资决策的影响；三是投资者和管理者非理性纳入同一个分析框架下，研究公司的投融资决策行为。



经受到学术界的广泛关注<sup>①</sup>：投资者情绪或错误定价的大幅波动是否会对公司投资行为产生影响？如果产生影响，其作用的机制或渠道是什么？影响的程度与公司哪些异质性特征有关？进一步地，股票价格大幅波动是否就会导致非效率投资和实体经济资源配置非效率？但是对于上述问题的研究并没有得出一致的结论。比如，与大多数文献得出的结论不同，巴克和怀特（Bakke and Whited, 2010, 1942）研究了 S & P500 指数和样本公司总投资在 25 年之间的关系，发现总投资和 S & P500 指数在有些年份是相关的，在有些年份不相关；反映私人信息部分的股票价格影响公司投资，但是反映错误定价部分的信息不影响公司投资行为。我们在第二章对这一领域国内外的研究文献进行梳理可以看出，现有文献有几个明显的不足。

其一，在研究方法上，尽管有大量文献研究了资本市场供给条件的冲击对公司决策的影响，但是已有的文献无论在理论建模还是实证研究方面，采用的均是比较静态分析方法，很少有文献研究外部融资成本的变化对公司投资和融资决策的动态影响（BCW, 2012）<sup>②</sup>。因此，不同实证研究所获得的结果有较大差距。

其二，在研究内容上，现有文献主要从微观公司层面进行了研究，考虑了公司异质性特征（如企业融资约束程度、错误定价持续时间长久、投资者短视程度以及企业信息不对称程度等）对错误定价与公司投资行为关系可能产生的影响，但是对行业特征与宏观经济周期、经济政策的影响，都是通过加入虚拟变量进行控制，鲜有文献考虑行业特征和宏观经济周期、经济政策对股票错误定价与公司投资行为可能产生的影响。

其三，在研究视角方面，投资者非理性分析方法的理论贡献主要体现在放宽新古典投资理论的假定，即引入经济主体非理性，开辟了研究证券市场影响实体经济的新途径。但是现有文献都把金融市场摩擦当作一个“黑箱”，“黑箱”当中一些有助于解释错误定价与公司投资行为关系的重要信息可能被忽视了。比如，已有的文献基本上隐含假定管理者在权衡 3 个冲突的目标中做出投资决策：最大化公司基础价值、迎合短线投资者和市场择时，没有考虑

<sup>①</sup> 施莱佛（Shleifer, 2003, p. 191）指出，“证券市场非有效是否就一定会引起公司非效率，是未来值得研究的 20 个行为金融理论问题之一。”“The Review of Financial Studies”主编 Bhattacharya & Yu（2008, pp. 8—9）也认为股市泡沫是否影响投资、消费和就业是值得研究的重要问题。

<sup>②</sup> 从笔者能够收集到的文献来看，只有博尔顿、陈和王（Bolton, Chen and Wang, 2011）在投资者非理性框架下建立了企业动态投资模型，还没有发现基于动态模型的实证研究。

税收、财务困境成本、代理问题和信息不对称问题等传统资本市场不完美问题。如何将公司治理问题纳入投资者非理性分析框架,以及是否有新的发现,这方面的理论和实证研究仍然非常薄弱。贝克和沃格勒(2012)。

其四,较少有文献区分哪种类型企业的资本配置绩效更容易受错误定价的影响。不同企业的代理问题和融资约束程度不同,投资者非理性对其资本配置绩效的影响可能也不同。贝克和沃格勒(2012)在《金融经济学手册》(第2卷)中的《行为公司金融研究综述》文末指出,如果由于代理问题或信息不对称引起公司投资不足,股市泡沫是否会让投资水平接近有效率的投资水平,或者超调(overshoot)呢?这方面的问题目前尚未得到深入的研究。

正是基于上述国际国内的现实背景与现有文献研究进展,本书第四章在公司投资行为与金融摩擦的理论模型基础上,建立了基于投资的欧拉方程的实证模型,然后在第五章第四节利用中国上市公司2003—2010年的面板数据,试图回答如下两个互为联系的问题:(1)中国企业面临着诸如国有银行控制了绝大部分金融资源、证券发行管制以及大部分股份不能自由流通等制度因素所导致的金融市场摩擦,中国金融市场特有制度环境是如何对偏离基本面股价作用于公司投资行为的机制产生影响的。(2)中国金融市场存在股权融资渠道假说、迎合渠道假说发挥作用的潜在条件吗?此外,由于企业异质性特征(如融资约束程度、公司治理差异)有关的因素可能影响到错误定价与公司投资行为动态调整之间的关系。因此,本书第五章第五节按企业融资约束程度分类进行,试图研究本书第三个问题:(3)实证检验错误定价对公司投资行为的影响,是否与企业融资约束程度有关。如果不相关,其背后的原因是什么?最后,近些年来,从制度背景、国家宏观经济状况研究企业微观行为的文献越来越多。因此,本书继续深入研究如下两个重要问题:(4)公司动态投资调整行为对错误定价的敏感性,是否与行业特征和公司治理差异有关。(5)宏观经济环境和宏观经济政策是否会影响公司动态投资调整行为对错误定价的敏感性。

## 二 选题意义

### (一) 理论意义

有关错误定价或投资者情绪与公司投资行为关系的研究,最早可以追溯到凯恩斯(Keynes, 1936)。随着相关研究的逐步深入,大量文献沿用法扎里、哈伯德和彼得森(Fazzari, Hubbard and Petersen, 1988, 以下简

称 FHP) 的托宾 Q 投资模型在微观公司层面, 从静态角度进行了研究。与已有文献有几点不同:

首先, 本书没有把企业面临的金融市场看作“黑箱”, 而是尝试对中国金融市场的“黑箱”结构加以剖析, 把中国金融市场特殊制度背景纳入市场择时理论和迎合理论分析框架, 从动态角度深入探讨投资者情绪与公司投资行为动态调整之间的关系。本书的研究拓展和丰富了经济主体有限理性影响公司财务决策的研究视角和研究路径。

其次, 从 20 世纪 80 年代开始, 现代金融理论分别把制度因素和行为因素纳入了传统金融理论。引入制度因素的现代金融理论着重研究金融契约的性质和边界、金融契约选择与产品设计、金融契约的治理与金融系统演化、法律和习俗等制度因素对金融活动的影响。引入心理行为因素的现代金融理论逐渐形成了行为公司金融学。基于中国资本市场特殊制度背景的研究, 不仅有助于深入理解行为因素作用于公司投资行为的制度条件(制度因素), 而且有利于我们深入理解社会因素(资本市场投机行为)影响制度因素(如公司治理机制)的基本理论问题。

## (二) 现实意义

2007 年美国次贷危机引发的全球金融危机不仅重创了各国金融业, 而且蔓延到实体经济, 世界经济陷入了持续性的衰退。如何防止资产价格大幅波动和设计制度减少资本市场非完美性对实体经济的不利影响, 提高资本市场资源配置效率, 成为金融监管层关注的重大现实问题。因此, 研究资本市场非完美性影响实体经济的机理具有重要的现实意义和实际价值。本书研究中国资本市场制度摩擦对股价错误定价与公司投资行为关系的影响。如果偏离基本面的股价显著影响公司投资行为, 那就意味着这是资产价格波动或资本市场影响实体经济和资源配置效率的一种微观机理及作用渠道, 为经济波动问题的研究提供一个来自于金融资产价格冲击的公司层面视角。如果偏离基本面的股价不显著影响公司投资行为, 那就意味着资产价格波动不是通过影响公司投资行为来影响实体经济<sup>①</sup>。如果资本市场错误定价缓解了一些好

<sup>①</sup> 偏离基本面的股价不显著影响公司投资行为, 并不意味着资本市场错误定价不对实体经济产生影响, 即并不意味着央行的货币政策不应该关注资产价格目标。事实上, 国内外大量文献的研究表明, 股价波动影响私人消费, 从而对经济波动产生影响。胡永刚和郭长林(2012)的研究表明: 反映经济基本面变化的股价变动对中国居民消费具有长期影响, 投机因素引起的股价变动对中国居民消费的影响甚微。

项目的融资约束,那么金融监管部门采取“善意忽视”的策略是恰当的。因此,深入探讨制度背景、错误定价与公司投资行为之间的关系,能够为金融监管部门的决策提供理论依据,这对于在资产价格波动剧烈的现代经济中,如何改革和完善金融监管体系,减少资产价格波动对实体经济的影响,提高资本市场的资源配置效率无疑具有重要的现实意义和实际价值,也有助于我们理解公司投资行为对资本市场效率的影响。

### 三 主要概念界定

因为本书后面涉及资本市场错误定价(stock mispricing or misvaluation)和公司投资行为这几个概念,而现有文献对这几个公司金融学专业术语有不同的定义和理解,因此下面对这些概念的含义进行界定,为本书以后各章节的理论分析和实证检验提供研究基础。

根据资本资产定价原理,股票价格是由企业未来现金流和贴现率决定的。因此,股票价格应该反映未来现金流贴现值所决定的公司价值,学界一般将这个价值称为真实价值、基础价值或内在价值。在资本市场完美的假定条件下,所有的信息对市场参与者来说都是相同的,股票价格会迅速对市场出现的新信息做出变化,以反映企业的真实价值。在强势有效市场,股价的暂时偏离都会被套利机制所纠正,股票价格偏离企业内在价值的情况不会持续长久。但是在非有效市场,股价并不能反映过去、现在和将来的信息,而且投资者的预期受投资者有限理性的影响,因而会导致股票价格高于真实价值或低于真实价值,并且由于套利限制使股价泡沫并不能消失。本书将股票实际价格偏离基础价值的部分界定为错误定价(stock mispricing or misvaluation),表现为“高估或股价泡沫(stock bubble)”和“低估”,股票市场价格高于真实价值或基础价值称为股市泡沫(stock bubble)。在相关文献中,错误定价被作为公司层面投资者情绪的代理变量,投资者情绪、股票误定价和错误定价是混用的。但是实际上,在经济主体理性和非理性的假设下,公司股票价格都有可能被错误定价。在理性人假设下,信息不对称、投资者的异质信念和套利限制能够导致股票价格偏离真实价值米勒( Miller, 1977)<sup>①</sup>。在经济主体有限理性假设

<sup>①</sup> 吉尔克利斯特等人(Gilchris et al., 2005)在经济主体有限理性假设下,研究了投资者异质信念和套利限制引起的股价泡沫对公司投资行为的影响。

下,投资者非理性、噪声交易者的存在和套利限制会导致股票价格偏离其真实价值德朗等人(De Long, et al., 1990)<sup>①</sup>。因此,在不引起混淆的情况下,为表达方便,本书交替使用偏离基本面股价、错误定价、股票误定价和投资者情绪。

《新帕尔格雷夫经济学大辞典》对投资的定义是:“投资就是资本形成、获得或创造用于生产的资源。”按照投资对象的不同,投资可以分为实体投资和证券投资。其中,实体投资是指投资于厂房、机器设备等具有实物形态的资产,而证券投资则是指投资于证券投资及其衍生品(如债券、股票、基金、贷款证券化产品等)。本书的公司投资主要是指:“以追求公司未来价值增值和预期报酬为目标,预先垫付一定量的资金用于增加或维持资本存量的经济行为”,投资对象主要是指实体资产投资,特别是固定资产、无形资产与其他长期资产的投资。

从公司金融学的角度,公司投资决策是指对可选择的投资项目进行评估、遴选、决策,从而实现贴现后的净现金流量 NPVs 最大化或企业预期利润最大化目标。公司投资行为是公司投资决策的过程和表现形式,公司投资决策与公司投资行为这两个概念在外延和内涵上有重叠的地方,因此本书交替使用。

## 第二节 研究思路、主要研究内容和研究方法

### 一 研究思路

本书首先基于投资者情绪或错误定价与公司投资行为关系的文献,以及反映公司投资行为的理论分析框架,在公司投资行为与金融摩擦的理论模型基础上,建立本书的实证分析模型。然后,本书尝试对中国金融市场的“黑箱”结构加以剖析,把中国金融市场特殊制度背景纳入市场择时理论和迎合理论分析框架,从动态角度深入探讨投资者情绪与公司投资行为动态调整之间的关系,利用中国上市公司 2003—2010 年的动态面板数据从总量层面进行经验分析。

---

<sup>①</sup> 沿着投资者有限理性的文献研究了投资者有限理性、噪声交易者的存在和套利限制导致的股价泡沫对公司投资行为的影响。本文不研究导致错误定价的原因,同主流文献的做法一样,本文假定错误定价是外生给定的。



考虑到总样本和子样本的回归结果可能不同，一些与企业特质有关的因素可能影响到错误定价与公司投资行为动态调整之间的关系。因此，我们接下来在企业异质性特征方面进行拓展，主要研究了企业融资约束程度和公司治理差异对错误定价和公司投资行为之间关系的影响。考虑了企业研发投入更容易受到融资约束，因此我们在第六章专门研究了错误定价对高新技术企业研发投入的影响。最后，我们分析宏观经济环境和经济政策对错误定价和公司投资行为可能产生的影响（关于这部分的初步框架，请参见图 1-1）。

## 二 研究内容与研究框架

根据上述研究思路，全书共分为九章，结构和主要内容如下。

第一章，导论。基于上述国际国内的现实背景、现有文献研究进展以及中国资本市场特殊的制度背景，提出本书所要研究的问题，以及本书选题的理论意义和现实意义；在对本书所涉及的主要概念进行界定和分析的基础上，介绍本书的研究思路、主要研究内容和研究框架、研究方法以及研究的技术路线图；最后，指出本书的主要结论与创新之处。

第二章，国内外相关文献及述评。本章遵循 MM 理论假设条件放宽的理论发展脉络，沿着放松经济主体理性假设的研究路径对相关文献研究进行梳理。我们从投资者情绪影响公司投资行为的渠道或机制、错误定价代理变量，以及投资者情绪影响公司投资行为的经济后果三个方面对现有文献进行了综述，在此基础上，结合中国资本市场的制度背景及最新研究进展，对现有文献进行评述。

第三章，错误定价的测度与分析。尽管错误定价或股价泡沫的定义是很明确的，但是对于如何度量错误定价存在较大的争议。鉴于测度错误定价的困难和争议，选取的错误定价代理变量不同，得到的研究结论可能存在较大的差异。因此，本章首先介绍了中国上市公司行业分类标准及样本的选择，然后介绍了错误定价三种测度方法的计算过程及理论依据。

第四章，公司投资行为与金融摩擦的理论模型。本章对反映金融因素影响企业投资行为的四种理论模型进行介绍，即托宾 Q 模型、销售加速模型、误差修正模型和投资欧拉方程模型，为后文计量模型设计提供理论依据。另外，由于本书采用的是动态面板数据模型，为了有效处理内生性问题和非平衡面板数据带来的数据缺失问题，本章介绍了处理变量内生性问题

题和数据缺失问题的方法，即本书将用正交离差转换消除不随时变的个体效应，采用广义矩估计方法。

第五章，制度背景、错误定价与公司动态投资行为。本章基于反映公司投资行为的相关理论，建立了检验错误定价与公司投资行为动态调整关系的基准计量模型。利用沪深股票市场 2003—2010 年 A 股上市公司的经验数据，从中国上市公司总量层面、按年分段和按企业规模分类层面，实证研究了制度背景、错误定价与公司投资行为动态调整之间的关系。从中国资本市场特殊制度背景视角，对错误定价与公司投资行为之间不存在显著关系的原因提出了竞争性的解释理论。最后本章研究了资本市场错误定价对公司资本配置效率的影响。

第六章，股票错误定价对高新技术企业研发投资的影响。考虑到总样本与子样本的回归结果不同，本章在第五章的基础上，继续对中国上市公司进行分类层面的研究。本章从行业层面研究错误定价与企业研发投资的关系。与一般企业资本投资不同，高新技术企业的研发投资需要大量的长期持续性的资金投入，外部股权融资的获取是影响企业研发投入的关键因素。本章从理论上分析错误定价缓解了融资约束，进而可能推动企业研发投入。然后基于中国高新技术上市公司 2002—2010 年的动态面板数据，实证检验错误定价对企业研发投资的影响。

第七章，错误定价与公司投资：高管薪酬和背景特征视角。本章基于中国上市公司经理激励契约安排的制度背景，把经理激励契约纳入市场择时和迎合理论分析框架，实证检验经理薪酬契约是否会对错误定价与公司投资行为调整之间的关系产生影响。从高管背景特征差异角度研究了外部资本市场错误定价对高管投资决策的影响。

第八章，宏观经济因素、市场择时与公司投资行为。第五章、第六章和第七章主要从公司微观层面和行业层面进行了研究，忽略了对企业投资行为和融资行为有重大影响的宏观经济周期和宏观经济政策环境。本章尝试对中国宏观经济政策影响企业微观行为的“黑箱”结构加以剖析，将宏观经济因素与企业微观数据相结合，研究宏观经济因素、市场择时对公司投资行为的研究，为宏观经济因素和资本市场供给条件变化如何影响企业投资行为提供经验证据。

第九章，结论、启示及研究展望。在前文理论分析和实证检验的基础上，对全文的主要研究结论进行了总结和归纳，并且指出了研究不足和未

来的研究方向。

### 三 研究方法与技术路线

#### 1. 研究方法

本书采用实证分析与规范分析相结合、定性分析与定量分析相结合等方法进行研究。具体而言，主要的研究方法有以下几种。

(1) 本书将在问题的提出、文献综述以及理论分析与假说提出部分采用归纳、演绎等规范研究方法。本书首先从理论逻辑上分析了资本市场错误定价可能作用于公司投资行为的机理。

(2) 定量研究。对理论分析假定将采用描述性统计分析、单因素分析、固定效应估计模型、混合 OLS 估计模型和动态面板模型等实证研究模型。为了减少非平衡面板数据一阶差分可能造成的数据缺失问题，本书不使用一阶差分消除不随时变的个体效应，而是使用正向离差转换消除个体效应。同时，为了尽量能够处理实证模型的内生性问题，本书将主要使用广义矩估计（差分 GMM 和系统 GMM 估计方法）。

2. 本书研究技术路线如下图所示

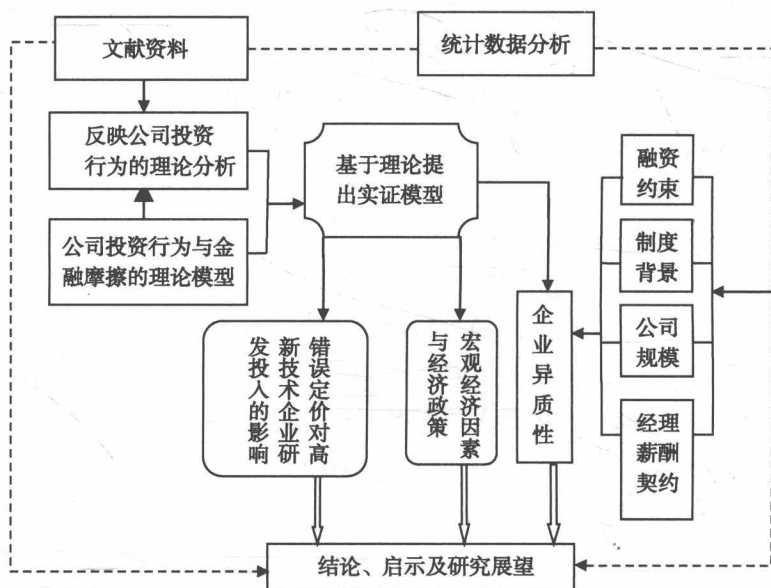


图 1-1 本书研究的技术路线

### 第三节 主要研究结论与创新点

#### 一 主要研究结论

本书对中国上市企业面临的金融市场的“黑箱”结构加以剖析，把中国金融市场特殊制度背景纳入市场择时理论和迎合理论分析框架。在理论分析基础上，利用中国上市公司2003—2010年的动态面板数据，从动态角度深入探讨了投资者情绪与公司投资行为动态调整之间的关系。考虑到错误定价对公司投资行为的影响可能与企业异质性特征有关，因此本书对中国上市公司按企业异质性特征做进一步分类回归。本书的主要研究结论如下。

第一，在2003—2010年全样本期内，本书发现偏离基本面的股价对中国上市公司的投资行为没有产生显著影响。在控制宏观经济因素和经济政策的内生性影响，以及观察股权分置改革的制度性影响后，实证结果发现，除了2009—2010年时间段外，其他时间段并没有发现偏离基本面的股价显著影响中国上市公司投资行为的证据。在2009—2010年，偏离基本面股价显著影响了上市公司投资行为，这和证监会配合中国政府4万亿投资有关。

第二，考虑到偏离基本面股价是否影响公司投资行为与企业融资约束程度有关，本书按融资约束程度对中国上市公司进行分类回归，结果在低融资约束组企业和高融资约束组企业，本书并没有发现偏离基本面股价影响公司投资行为的稳健证据。

上述两个研究结论与已有相关文献得到的结论不完全相同，我们认为出现这种现象的原因与中国上市企业面临的金融市场的特有制度环境有关。本书从以下几个角度提出了与现有相关文献不同的解释：其一，股权融资渠道发挥作用的潜在条件是存在企业股权融资约束。如何度量企业融资约束程度，一直是公司金融领域争论的问题。股权融资渠道假说采用KZ指数作为企业股权融资依赖程度的代理变量，但是大量文献研究表明，KZ指数识别的是企业对外部资金需求程度，而不是企业融资约束程度汉尼斯和怀特（Hennessy 和 Whited, 2007）。如果KZ指数并没有识别公司的股权融资依赖程度，那就说明股权融资渠道假说高估了偏离基本面股价