

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研究 / 曹可挺

著. —北京：社会科学文献出版社，2006

（中国青年学者文库）

ISBN 7-5017-0560-9 — I. ①曹… — II. ①曹… — III. ①证… — IV. ①F830.62

I. ①曹可挺 II. ①沈捷 III. ①证券交易—资本市场—影响—

企业—投资—研究—中国 IV. ①F830.62②F830.62③F830.62④F830.62⑤F830.62⑥F830.62⑦F830.62⑧F830.62⑨F830.62⑩F830.62⑪F830.62⑫F830.62⑬F830.62⑭F830.62⑮F830.62⑯F830.62⑰F830.62⑱F830.62⑲F830.62⑳F830.62㉑F830.62㉒F830.62㉓F830.62㉔F830.62㉕F830.62㉖F830.62㉗F830.62㉘F830.62㉙F830.62㉚F830.62㉛F830.62㉜F830.62㉝F830.62㉞F830.62㉟F830.62㊱F830.62㊲F830.62㊳F830.62㊴F830.62㊵F830.62㊶F830.62㊷F830.62㊸F830.62㊹F830.62㊺

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 046660 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

目摇摇录

导摇摇论	员
摇摇一摇摇本书的研究目的与意义	圆
摇摇二摇摇证券市场与企业投资问题的研究现状	缘
摇摇三摇摇本书的研究思路和结构安排	园
第一章摇摇股价波动与企业投资	园
摇摇一摇摇资本租用成本模型	园
摇摇二摇摇调整成本模型	愿
摇摇三摇摇托宾的择理论	猿
摇摇四摇摇金融市场的不完美性	源
摇摇五摇摇股价波动对投资的影响	源
第二章摇摇股市有效性的实证难题	缘
摇摇一摇摇有效市场理论概述	缘

摇二摇市场有效性的检验方法及问题	圆
摇三摇股市异常现象	圆
摇四摇市场的资源配置效率问题	圆
第三章摇中国股市的惯性效应和反转效应	圆
摇一摇研究背景与文献综述	圆
摇二摇研究方法和数据处理	圆
摇三摇实证研究结果	圆
摇四摇进一步的讨论	圆
第四章摇中国股市的泡沫与投资：理论模型	圆
摇一摇文献综述	圆
摇二摇股价泡沫的理论模型	圆
摇三摇股价泡沫、资本成本和投资规模	圆
摇四摇进一步的讨论	圆
第五章摇中国股市的泡沫与投资：实证研究	圆
摇一摇文献综述	圆
摇二摇研究方法和数据处理	圆
摇三摇实证研究结果	圆
摇四摇进一步的讨论	圆
摇五摇本章小结	圆

第六章 结论	猿
附录	猿
一 粤股估值慎言“与国际接轨”	猿
二 不应期待询价制期望过高	猿
三 清醒看待“尚五点”	猿
四 头号难题求解——股权分置改革周年回顾	猿
参考文献	猿
后记	猿

悦录博译

悦录博译社

- 0. 1 Theme and Purpose of This Book
- 0. 2 Summary of the Literature of Stock Market Efficiency and Investment Decision Making Behavior
- 0. 3 Structure and Main Contents of This Book

员
圆

缘
园

悦录博译社

- 1. 1 The Rental Cost Model
- 1. 2 The Adjustment Cost Model
- 1. 3 Tobin 's 择Theory
- 1. 4 The Incompletion of the Financial Market
- 1. 5 Impacts of Stock Price Volatility to Investment

园
园
愿
猿
源
愿

前摇摇言

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（[凯恩斯](#)）的《通论》与哈伯勒（[哈伯勒](#)）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（[贝弗里奇](#)）、陶西格（[陶西格](#)）、庇古（[庇古](#)）以及克拉克（[克拉克](#)）。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，[贝克豪斯](#)）提出，“[凯恩斯](#)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 9 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，19 世纪电气化的发展如是，20 世纪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。

导摇摇论

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（[图灵原](#)）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（[图灵原](#)）：[图灵原](#)和[图灵原](#)合著，[图灵原](#)译，[图灵原](#)出版社，[图灵原](#)年。
另见：[图灵原](#)：[图灵原](#)，中文版本序，中信出版社，[图灵原](#)。

② 安德瑞·史莱佛（[图灵原](#)）：[图灵原](#)，中文版本序言，中国人民大学出版社，[图灵原](#)。

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（Becker, Stern and Wurgler, 2005）的研究结果表明，对于依赖股权融资的企业（即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（Yuan, Zheng and Hu, 2008）以及黄少安和张岗（Huang and Zhang, 2007）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 Jensen and Meckling (1976), “Theory of the Firm: Financial Structure, Long-Term Contracting, and Agency Costs,” *Journal of Financial Economics*, 3(2-3), 305-360. 此外，Myer and Majluf (1984), “The Priority Rule and the Financing Decision,” *Journal of Financial Economics*, 14(2), 137-159. 以及 Myers (1984), “Determinants of Corporate Borrowing,” *Journal of Financial Economics*, 13(2), 107-125. 均对融资假说进行了详细讨论。

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 摇摇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（有效市场假说）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