



English

下载中心

首页

网站地图

关于IWEP

研究课题

研究人员

研究成果

数据库

出版物

媒体报道

研讨会/讲座

## 期刊文章选登

[HTTP://WWW.IWEP.ORG.CN](http://www.iwep.org.cn)

《世界经济》2006年第1期

[\[PDF全文下载\]](#)

上市公司的真实投资与股票市场的投机泡沫

李捷瑜 王美今

[内容提要] 本文运用面板数据结合向量自回归(PVAR)的方法,考察中国A股上市公司的真实投资与投机泡沫的关系。结果表明:(1)股东的持股期限在决定真实投资与投机泡沫的关系中起着重要作用,不同的持股期限意味着不同的价值取向。在流通股比例大的样本中,公司迎合短期投机者的需求,投机泡沫对真实投资有显著正影响。(2)股票市场的投机泡沫是公司上市后业绩反而下降的原因之一。

[关键词] 投资 泡沫 q理论

[作者简介] 李捷瑜、王美今:广州中山大学岭南学院 510275 电子邮箱:[jieyuli@126.com](mailto:jieyuli@126.com)。

## 一 引言

截至2003年底中国上市公司数目达到1287个,总市值占GDP的比率从1992年的3.93%迅速增长到36.4%,A股市场累计发行筹资额高达4471.64亿元,数据来源于《中国证券期货统计年鉴》(2004)。股票市场已经成为企业筹资的重要场所和中国经济不可或缺的组成部分。然而,上市公司却普遍存在上市后效益下滑、长期业绩不理想、投资决策失误多和频繁变更募集资金使用方向等现象。对此中国学者主要从股权结构、债务融资和并购活动等方面进行研究(孙永祥和黄祖辉,1999;汪辉,2003;李善民和陈玉罡,2002)。与这些研究角度不同,本文关注的是股票市场的投机泡沫、公司真实投资以及公司基本价值的动态关系,它有助于揭示上市企业效益下滑的原因。

本文在研究中运用了上市公司层面的微观数据和PVAR(Panel date Vector Autoregression)方法,有别于国内研究股票市场是否对实体经济、货币政策传导机制产生影响的其他文献(徐涛,2001;余元全,2004等),他们都是基于宏观角度探讨社会总量(例如物价指数、投资支出)与股票指数的关系,并得出目前股票市场市值并不影响社会总投资的结论。

## 二 理论回顾:股票价格、投机泡沫与真实投资

.....

## 三 数据描述和经验方法

## (一) 有关变量的度量

.....

## (二) 数据处理和主要统计指标

.....

## (三) 计量方法的选择

.....

## (四) 在PVAR框架下建立假设检验

.....

## 四 估计结果与脉冲—响应函数

.....

## 五 小结与思考

本文以单位资本边际收益指标和年均日换手率作为基本价值与投机泡沫的代理变量，使用面板数据的向量自回归方法，直接对真实投资、基本价值和投机泡沫三者的关系进行研究。结果表明，投机泡沫与真实投资的显著正相关关系只在流通股比例大的样本中成立，原因在于“非流通股”作为长期持股力量，发挥了积极作用，在一定程度上削弱泡沫对真实投资的影响。虽然如此，投机泡沫却可能是上市公司普遍业绩下滑的原因之一，对于样本S，泡沫可能会造成公司对前景预测的下降，而对于样本L，泡沫则引发明显的过度投资和资源浪费。

本文的研究引申出几点思考。

第一，对“股东价值最大化”实践问题的思考。国务院关于《推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》中指出，上市公司董事和高级管理人员要以股东利益最大化及不断提高赢利水平作为工作的出发点与落脚点，“重视资本市场投资回报”。然而在意见分歧和卖空受限的股市中，流通股东往往呈现出对短期增长概念的过分追捧而忽视上市公司的治理和经营能力。此时“股东价值最大化”或者会被上市公司滥用进行所谓的资本运作，或者会对上市公司形成政策上的压力，在满足短期投机者获利需求的同时却损害公司的长远价值。由此看来，笼统地“以股东利益最大化”和“不断提高赢利水平”为落脚点，在缺乏理性投资理念和定价效率的中国股市中难以取得一致，“股东价值最大化”的具体实践问题还需要深入探讨。

第二，对培养长期持股力量的思考。本文研究发现，以“非流通股”方式存在的长期持股力量所发挥的积极作用有限，消极作用却很多，因此国有股减持是必要的。然而我们不得不注意到，如果追逐价差的投机价值取向仍然主导流通市场，那么随着非流通股的减少，投机泡沫对真实投资的扭曲将长期存在，甚至有可能恶化。因此，本文强调在减持的过程中应该引入关注长期投资价值及其风险的投资力量（如保险基金、公司治理导向的投资基金等），以及调整投资者对上市公司的评价理念。但是目前的状况并不乐观，机构投资者持有上市公司股票的主要获利方式同样是通过短期的投机买卖收益而非长期投资的价值增值来实现。正如本文对“非流通股”作为长期持股力量的分析，关键原因在于中国上市公司普遍没有持续赢利能力，长期持股的价值目标得不到保证。本来应该比个人投资者更具有中、长期持股要求的机构投资者的行为及价值取向自然会发生扭曲。

第三，对引入卖空机制的思考。卖空机制的缺乏以及严格受控的股票发行使得中国股票市场成为真正意义上的单边市场。本文结论表明，卖空禁止和意见分歧会引发投机泡沫，进而在一定程度上损害公司业绩，因此引入卖空和替代性金融衍生工具，建立能够充分反映公司信息的股票市场机制，将有效地减少价格中的泡沫成分，提高A股市场的定价效率，改善公司的经营业绩。

相关文章

暂无相关信息!

本站的署名文章均属作者本人的观点。希望转载时，请事先与我们联系。

院首页

网站声明

会员登录

联系我们

下载中心

院图书馆

中国社会科学院世界经济与政治研究所 Copyright (C) 2002-2008 中企动力提供技术支持 请使用 1024\*768分辨率

地址:北京建国门内大街5号 邮编:100732 电话:010-85196063 传真:010-65126180 联系本站

《中华人民共和国电信与信息服务业务经营许可证》编号:京ICP备06059776号