

学校编码: 10384
学号: 17620081151401

分类号__密级__
UDC__

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

股价泡沫会传递噪音信息吗?

——基于中国股票市场的实证研究

Does Stock Price Bubble Convey Noisy Information to
Managers? --Evidence from China's Stock Market

徐亮

指导教师姓名: 屈文洲 教授

专 业 名 称: 财务学

论文提交日期: 2011 年 4 月

论文答辩时间: 2011 年 6 月

学位授予日期: 2011 年 6 月

答辩委员会主席: _____

评阅人: _____

2011 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为（）课题（组）的研究成果，获得（）课题（组）经费或实验室的资助，在（）实验室完成。（请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

摘要

公司的投资决策和市场上的股票价格是相关的, 公司管理层可以从股票价格中获取信息来帮助其做出投资决策。然而, 当股价泡沫存在的时候, 股票价格就不仅仅是反映了关于公司的基本面信息, 同时也包含了噪音。Morck, Shleifer 和 Vishny (1990) 提出股票价格可能是一种错误的主动信息源。当股票价格中包含了泡沫成分时, 股票价格就会传达出一种错误的信号或是说噪音信息, 这种噪音信息有可能被公司管理层所利用进而误导了公司的投资决策。

本文提出由于信息不对称的存在, 公司管理层掌握了比市场上的投资者更多的关于公司层面的信息。因此, 当公司管理层试图从市场上的股票价格中获取信息来帮助其做出投资决策时, 他们更加倾向于去听取市场上的那些关于市场层面的信息, 而不是去听取那些公司层面的信息。因此, 公司管理层的投资决策就会被股价泡沫中的市场层面的噪音信息所影响。

借鉴 Rhodes-Kropf, Robinson 和 Viswanathan (2005) 的方法, 本文将股价泡沫进一步分解为市场总体股价泡沫和公司个体股价泡沫。用市场总体股价泡沫作为市场层面噪音信息的度量, 本文研究了市场总体股价泡沫对公司投资决策的影响。

本文发现: (1) 短期内市场上的投资者情绪能够影响整个市场对于公司会计信息的定价, 从而导致短期内市场总体股价泡沫的产生; (2) 作为市场层面噪音信息的度量, 在控制了市场择机理论和迎合理论后, 市场总体股价泡沫能够显著的影响公司的投资水平; (3) 由于融资约束程度高的公司往往持有更多的现金, 因此当公司管理层被市场上的噪音信息误导而做出投资决策时, 他们就有足够多的现金去对噪音信息做出更加强烈的反应; 以及 (4) 迎合理论可以用来解释中国市场上的公司个体股价泡沫与公司的投资水平之间的关系。

关键词: 股价泡沫 噪音信息 公司投资决策

厦门大学博硕士学位论文摘要库

Abstract

Corporate investment decisions and stock price are correlated, because managers could gain information from stock price to help them make investment decisions. But stock price would reflect not only basic information about firms' fundamentals but also noise, if stock price bubble exists. Morck, Shleifer 和 Vishny (1990) argue that stock price is possible to play a role of faulty active informant. When stock price includes a bubble component, stock price could convey false signals or noise to managers, and then corporate investment decisions would be distorted by noisy information from the stock price.

This paper argues that managers know more information about firms' fundamentals than outside investors because of information asymmetry. Hence, when managers try to obtain information from the stock price to help them make investment decisions, they are more likely to hear from the stock price market-aggregate information rather than firm-specific information. Therefore, corporate investment decisions will be influenced by market-aggregate noisy information that conveyed by the stock price.

Following the method of Rhodes-Kropf, Robinson 和 Viswanathan (2005), this paper further decomposes the stock price bubble into market-aggregate bubble and firm-specific bubble. Using market-aggregate price bubble to proxy for the market-aggregate noisy information, this paper examines the effects of market-aggregate price bubble on corporate investment decisions.

This paper has the following findings: (1) investor sentiment can influence the market pricing of accounting information in short term, and hence results in market-aggregate stock price bubble; (2) as a proxy of market-aggregate noisy information, market-aggregate price bubble can significantly influence firms' investment levels after controlling the effects of market timing and catering channels; (3) since firms with higher financial constraints tend to hold more cash, managers of those firms will react more strongly to market-aggregate noisy information; and (4)

catering theory can used to explain the relationship between firm-specific price bubble and firms' investment levels in China.

Keywords: stock price bubble; noisy information; corporate investment decisions

厦门大学博硕士学位论文摘要库

目 录

中文摘要	I
英文摘要	II
第一章 绪论	1
1.1 研究背景与研究问题	1
1.2 研究框架与主要内容	3
1.3 主要创新	4
第二章 文献综述	5
2.1 股票市场与公司投资决策	5
2.2 市场择机理论与迎合理论	7
2.2.1 市场择机理论	7
2.2.2 迎合理论	8
2.3 噪音信号假设	10
2.3.1 股价泡沫，噪音信息与投资者情绪	10
2.3.2 噪音信息与公司决策	13
第三章 研究假设	16
3.1 股价泡沫与投资者情绪	16
3.2 噪音信息与公司投资决策	17
第四章 研究设计	20
4.1 股价泡沫的度量	20
4.1.1 股价的分解	20
4.1.2 基本价值的度量	23
4.1.3 公司个体股价泡沫与市场总体股价泡沫	25
4.2 投资者情绪的度量	27
第五章 实证结果	29

5.1 样本和数据	29
5.2 股价泡沫的度量	29
5.2.1 基本价值的度量.....	29
5.2.2 股价的分解.....	35
5.3 投资者情绪与市场总体股价泡沫	38
5.3.1 投资者情绪综合指数的构建.....	38
5.3.2 投资者情绪与市场总体股价泡沫.....	39
5.4 噪音信息与公司投资决策	42
5.4.1 噪音信息假设的总体验证.....	42
5.4.2 控制了市场择机理论后的噪音信息假设的检验.....	45
5.4.3 控制了迎合理论后的噪音信息假设的检验.....	48
5.4.4 控制了融资约束后的噪音信息假设的检验.....	51
第六章 结论	54
参考文献	56
致谢.....	63

Table of Contents

Chinese Abstract	I
English Abstract.....	II
Chapter I Introduction.....	1
1.1 Research Background and Research Questions.....	1
1.2 Research Framework.....	3
1.3 Innovations	4
Chapter II Literature Review.....	5
2.1 Stock Market and Corporate Investment Decisions.....	5
2.2 Market Timing Theory and Catering Theory	7
2.2.1 Market Timing Theory	7
2.2.2 Catering Theory	8
2.3 Noisy Signal Hypothesis	10
2.3.1 Stock Price Bubble, Noisy Information and Investor Sentiment.....	10
2.3.2 Noisy Information and Corporate Decisions	13
Chapter III Hypothesis Development	16
3.1 Stock Price Bubble and Investor Sentiment.....	16
3.2 Noisy Information and Corporate Investment Decisions.....	17
Chapter IV Research Design	20
4.1 Measurement of Stock Price Bubble	20
4.1.1 Decomposition of Stock Price	20
4.1.2 Measurement of Fundamental Value	23
4.1.3 Firm-specific Price Bubble and Market-aggregate Price Bubble	25
4.2 Measurement of Investor Sentiment	27
Chapter V Empirical Results.....	29
5.1 Data and Sample Selection.....	29

5.2 Measurement of Stock Price Bubble	29
5.2.1 Measurement of Fundamental Value	29
5.2.2 Decomposition of Stock Price	35
5.3 Investor Sentiment and Market-aggregate Stock Price Bubble	38
5.3.1 Construction of Investor Sentiment Composite Index.....	38
5.3.2 Investor Sentiment and Market-aggregate Stock Price Bubble	39
5.4 Noisy Information and Corporate Investment Decisions	42
5.4.1 Test of Noisy Information Hypothesis	42
5.4.2 Test of Noisy Information Hypothesis after Controlling Effects of Market Timing Channel	45
5.4.3 Test of Noisy Information Hypothesis after Controlling Effects of Catering Channel	48
5.4.4 Test of Noisy Information Hypothesis after Controlling Effects of Financial Constraints	51
Chapter VI Conclusion	54
References	56
Acknowledgement	63

第一章 绪论

1.1 研究背景与研究问题

传统的财务学理论假设市场上的投资者是理性的，如资本资产定价模型（CAPM）以及有效市场假说都是建立在这一假设的基础上。理性的投资者能够及时的发现并消除市场上的非理性错误定价，从而导致市场上的股票价格反映了股票的真实价值。在这样的一个有效市场上，市场上的股票价格只会由于信息的变动而发生变化。因此，市场上的股票价格充分反映了该资产可以获得的所有信息，即市场价格是信息有效的。Tobin（1969）认为市场上的股票价格能够反映出可靠的有关于公司投资机会的信息，所以公司的投资决策的会受到市场上股票价格的影响。Tobin（1969）提出的 q 理论认为市场上的股票价格反映了资本的边际产出，所以公司应该一直投资直到公司现有资产的市场价值等于这些资产的重置成本。当公司资产的市场价值增加时，不管是由于未来资本回报率增加或是现金流折现率减少的原因，公司都应该一直投资直到公司现有资产的市场价值等于这些资产的重置成本。因此，公司的投资决策和市场上的股票价格是相关的。

Dow 和 Gorton（1997）以及 Subrahmanyam 和 Titman（1999）等人从理论上提出了市场上的股票价格能够向公司管理层传递信息的可能性。他们认为既然股票价格反映了来自于不同渠道的信息，那么股票价格也可能包含了某些管理层没有能够掌握的信息。因此，当股票市场上的交易者可能拥有一些信息，而这些信息同时又没有被经理人所掌握时，公司管理层就有可能从股票价格中获得相应的信息来帮助其做出投资决策。近期，Luo（2005）以及 Chen, Goldstein 和 Jiang（2007）等人通过实证研究的方法证实了股票价格确实能够起到一个主动传递信息的作用，即公司管理层能够从股票价格中获取信息来帮助其做出投资决策。

然而，越来越多的研究却发现市场上的股票价格并不像之前所指出的那样是信息有效的。不同于有效市场假说，Shleifer 和 Summers（1990）认为套利有限性以及投资者情绪同样能够影响到市场上的股票价格。另外，他们指出基于噪音的个人投资者的交易行为会使得股票价格偏离其真实价值。De Long, Shleifer, Summers 和 Waldmann（1990）将那些非理性的将噪音当成信息来交易的投资者

称为噪音交易者。他们指出市场上持有错误信念的噪音交易者能够影响股票价格。同时，噪音交易者这种错误信念的不可预测性导致风险规避的理性套利者不能完全将这种错误信念排除出市场。最终，市场上的股票价格就会显著的偏离其基本价值。

当市场上的股票价格偏离了其真实价值时，股票价格就不仅仅是反映了关于公司的基本面信息。Black（1986）以及 Summers（1986）指出基于噪音的非理性交易行为最终使得噪音被交易到市场上的股票价格中去，从而使得股票价格反映的不仅仅是信息，也包含了噪音。因此，在一个非有效的市场上，噪音交易行为的存在会使得市场上的股票价格偏离其真实价值，即产生了误定价。市场上对于股票价格的误定价会导致股票价格不仅仅是反映了关于公司基本面的信息，同时也包含了市场上的噪音信息。当公司管理层试图从市场上的股票价格中去获取信息来帮助其做出投资决策时，公司管理层是否能够准确的分辨出股票价格中的噪音信息呢？如果不能，公司的投资决策是否会受到市场上的噪音信息的影响呢？

Morck, Shleifer 和 Vishny（1990）认为股票价格能够提供给公司管理层有用的信息来帮助他们做出投资决策，从而股票价格能够影响公司的投资决策。但是，他们同时也指出尽管股票价格提供的这种信息能够在某种程度上准确的反映出公司的基本面，但是股票价格提供的这种信息也可能是有偏误的。一方面是由于公司基本面的与生俱来的不可预测性，另一方面是因为股票价格有可能被投资者情绪所影响，而公司管理层又不能够将股价中的这种影响与基本面信息区分开来。最终，尽管股票价格传达出一种错误的信号或是说噪音信息，这种信息依然可能被管理层利用并导致股票价格能够影响公司的投资决策。在这种情况下，Morck, Shleifer 和 Vishny（1990）将股票价格称为一种错误的主动信息源。

对于 Morck, Shleifer 和 Vishny（1990）提出的股票价格会传递错误的噪音信息并进而影响到公司投资决策的这一机制，以往的学者对此并没有太多的理论分析和实证研究。正是出于对以往研究进行补充和完善的动机，本文提出以下两个研究问题：

问题一：什么因素驱动了市场上的非理性交易行为的产生，从而导致市场上的股票价格偏离了其真实价值，噪音信息被包含到股票价格中去？

问题二：当公司管理层试图从市场上的股票价格中去获取信息来帮助其做出投资决策时，公司的投资决策是否会被股票价格中的噪音信息所影响？

1.2 研究框架与主要内容

本文以实证研究的范式展开论述。借鉴 Rhodes-Kropf, Robinson 和 Viswanathan (2005) 提出的方法，本文将股票价格分解为真实价值与股价泡沫两部分。其中，股价泡沫部分又分为市场总体股价泡沫与公司个体股价泡沫。基于 Black (1986) 以及 Summers (1986) 的研究，本文用股票的泡沫部分作为股票价格中噪音信息的度量。另外，由于信息不对称的存在，公司管理层掌握了比市场上的投资者更多的关于公司层面的信息。当公司管理层试图从市场上的股票价格中获取他们还没有掌握的信息来帮助其做出投资决策时，他们更加倾向于去听取那些关于市场层面的信息。因此，公司的投资决策更可能被市场总体股价泡沫中的噪音信息所影响。本文重点研究了市场总体股价泡沫的产生以及其对公司投资决策的影响。

具体而言，本文可以分为以下六章：

第一章为绪论。本章介绍了本文的研究背景与研究问题，概括论述了本文的主要内容，并指出了本文的创新。

第二章为文献综述。本章对研究公司投资和股票价格之间关系的现有文献进行了综述，并对国外的关于股价泡沫对公司投资影响的两大机制，市场择机理论和迎合理论的研究进行了综述。另外，本章还对投资者情绪与股价泡沫的关系以及股价对于公司投资决策的信息作用的相关文献进行了综述。

第三章为研究假设。本章在以往学者的研究发现的基础上，结合本文的研究问题提出了本文的两个主要研究假设。

第四章为研究设计。本章具体的论述了本文对股价泡沫的度量方法，包括股票基本价值的度量方法和股票价格的分解方法。另外，本章也论述了本文中对于投资者情绪的度量方法。

第五章为实证结果。本章根据第四章提出的研究设计构建了相关变量，然后对第二章提出的两个假设进行了实证检验并报告结果。另外，本章还对本文的第二个研究假设进行了一系列的敏感性检验，从而保证本文的实证发现是稳健可信

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库