

doi: 10.15936/j.cnki.1008-3758.2023.02.005

# 资本市场错误定价与企业金融资产投资

徐天丽, 朱思源

(上海财经大学 金融学院, 上海 200433)

**摘要:** 利用2007—2019年上市公司数据,从企业股价高估带来的业绩压力视角研究了资本市场错误定价对企业金融资产投资的影响与作用机制。研究发现,股价高估显著增加了企业金融资产配置。机制检验表明,资本市场错误定价通过迎合途径和融资约束途径作用于企业金融资产投资。当投资者更加短视、金融收益率与经营收益率差距更大时,管理者出于迎合增加金融资产。同时,股价高估通过增加股权融资降低了企业的融资约束,为企业投资金融资产提供了资金支持。在投资者有限关注程度更高、管理者更加短视以及股市处于熊市阶段的组,错误定价对金融资产投资的影响更加显著。

**关键词:** 资本市场错误定价; 股价高估; 金融资产投资; 融资约束

中图分类号: F 830.59

文献标志码: A

文章编号: 1008-3758(2023)02-0033-10

## Capital Market Mispricing and Corporate Financial Asset Investment

XU Tianli, ZHU Siyuan

(School of Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

**Abstract:** Based on the data from the listed companies from 2007 to 2019, the impact and mechanism of capital market mispricing on corporate financial asset investment are investigated from the perspective of performance pressure due to corporate overvaluation. The results find that stock price overvaluation significantly increases corporate financial asset allocation. The mechanism tests show that capital market mispricing acts on corporate financial asset investment through the channels of catering and financing constraints. Managers tend to increase financial assets out of catering when investors are more short-sighted and the gap between the financial and operating rates of returns is larger. Stock price overvaluation reduces firms' financing constraints by increasing equity financing, which provides firms with funds to invest in financial assets. The impact of mispricing on financial asset investment is more significant in the group with higher investors' limited concerns, more short-sighted managers, and when the stock market is in a bear market.

**Key words:** capital market mispricing; stock overpricing; financial asset investment; financing constraint

收稿日期: 2021-12-23

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(72073088, 72173081)。

作者简介: 徐天丽(1997-),女,河北石家庄人,上海财经大学博士研究生,主要从事公司金融与金融市场研究;朱思源(1997-),女,湖南娄底人,上海财经大学博士研究生,主要从事公司金融与金融市场研究。

作为新兴市场的典型代表,我国市场错误定价的现象较为普遍。自 2019 年以来,机构“抱团”现象层出不穷,在消费、医药、新能源等板块形成了资金抱团。整体来看,“抱团股”多为白马龙头股,持续机构“抱团”导致此类股票价格不断上涨,呈现高估值特征。然而,自 2021 年春节假期结束以来,“抱团股”频繁闪崩,经营业绩成为个股估值的试金石,在此类“抱团股”业绩表现不及市场预期后,部分基金在排名博弈下会不惜成本抢跑,业绩成为股价走向的主导因素。无论是顺丰控股在宣布 2021 年第一季度业绩亏损后的一字跌停,还是美年健康被传出业绩表现不及预期后的跌停与连续下跌,都体现出市场对估值与业绩匹配的迫切要求。近年来,我国“脱实向虚”趋势日益加剧,企业往往会因为追逐高利润大量配置金融资产<sup>[1]</sup>。对于股价高估的企业,面临业绩与估值匹配的压力,企业是否会扩大金融资产投资,以追逐更好的经营业绩?

关于资本市场错误定价的现有研究往往关注企业的实体投资,如并购、研发支出或固定资产投资等,尚未对企业金融资产投资给予充分关注。本文认为,资本市场错误定价还会对企业金融资产投资产生影响。一方面,股价高估提高了企业的业绩压力,导致管理者为维持高股价采取过度投资等短视行为<sup>[2-3]</sup>。相较不确定性较高、盈利能力持续下降的实体投资,金融投资往往流动性更强、短期利润更高、规模更小、周转速度更快,进而吸引管理者将资金投向金融资产以快速提升业绩。另一方面,我国资本市场以缺乏理性的散户为主体,股价高估产生的泡沫难以长期维持,而泡沫的破裂往往伴随着股价崩盘。考虑到持有金融资产的“蓄水池”作用,金融资产往往具有较强的变现能力,将部分资金配置于具有较强变现能力的金融资产有助于提升企业流动性<sup>[4]</sup>,因此,投资金融资产为企业提供了一种降低股价泡沫破裂造成的恶劣影响的预防性渠道。

基于上述分析,本文选取 2007—2019 年间我国非金融类、非房地产类 A 股上市公司样本,实证检验资本市场错误定价对企业金融资产投资的影响。本文的贡献主要体现在以下三个方面:首先,本文拓展了资本市场定价效率对企业投资行为影响方面的研究。以往关于资本市场错误定价的文献,大多集中于资本市场错误定价对企业实体投资的影响,鲜有考虑错误定价对企业金融资

产投资的研究。其次,本文的研究有助于进一步认识企业金融资产投资背后的动因。已有研究分别从经济政策不确定性、市场交易制度、企业社会责任以及企业治理等角度探讨了企业投资金融资产的影响因素<sup>[1,5-6]</sup>,本文从资本市场定价效率视角出发,发现股价高估产生的业绩压力也可能增加企业的金融资产配置。最后,本文结论能够为防止经济进一步“脱实向虚”提供政策启发。应鼓励市场投资者关注企业基本面,提倡价值投资理念,才能避免因“抱团”行为带来的估值泡沫导致企业追逐高额金融利润的投机性行为。

## 一、理论分析与研究假设

### 1. 资本市场错误定价对企业金融资产投资的影响分析

现有关于资本市场错误定价对实体经济影响的文献主要分为两类:第一类是错误定价对企业投融资的影响<sup>[7-8]</sup>;第二类是错误定价对企业其他行为如股票回购、内部人交易、非财务信息披露等的影响<sup>[9-10]</sup>。少数文献还关注了资本市场错误定价对经济增长及产业结构调整的影响<sup>[11-12]</sup>。其中,关于错误定价对企业投资行为的研究又进一步划分为对企业并购、研发支出、资本支出等其他投资行为的研究<sup>[8,13]</sup>,其作用机制主要包括“迎合途径”和“股权融资途径”<sup>[7,15]</sup>。“迎合途径”认为,由于投资者存在短视等非理性特征,理性管理者为维持股价错估,通过扩大企业投资以迎合投资者。“股权融资途径”表明,错误定价能够影响企业的股权融资成本,进而对企业投资产生影响。

本文认为,除了并购、研发支出等实体经济投资外,资本市场错误定价还会对企业金融资产投资产生影响。一方面,当企业股价被高估时,企业业绩压力也会随之增大。Jensen<sup>[2]</sup>提出,由于企业业绩难以完全匹配其估值,过高的股价估值导致了严重的代理问题,管理者为了追求短期高业绩以支撑高股价不惜破坏企业长期价值,将以较低股权融资成本获得的资金投资于风险过高、净现值为负的投资项目或进行盈余管理<sup>[3]</sup>。因此,股价高估带来的业绩压力可能导致管理者短视,追逐短期业绩的改善。在此情况下,相对投资期较长、收益不确定的实体投资,投资期限短、利润高的金融资产成为管理者追求短期收益的工具。

因此,股价高估可能会导致管理者增加金融资产投资以提升业绩迎合市场预期。

另一方面,适量金融资产配置能够促进企业资本的保值和增值,防范资金链断裂风险,有助于企业平稳经营。具体来看,以散户为主体的投资者通常具有较高的博彩偏好,热衷于炒作概念股,导致大多数概念股的股价被严重高估,产生价格泡沫。然而,一旦企业被曝出负面消息或相关业绩未达到投资者预期,此类价格泡沫往往会迅速破裂,导致股价崩盘,进而对企业的融资、经营等产生较大负面影响。当企业股票被高估时,管理者会提前筹备以降低后续股价泡沫破裂造成的恶劣影响。金融资产的“蓄水池”动机表明,企业将闲置资金用于配置金融资产,能够防范资金短缺,提升流动性,防患于未然<sup>[3-4]</sup>。因此,具有较强变现能力和较低变现成本的金融资产无疑是一种理想的风险管理工具。基于上述分析,本文提出假设 H1:资本市场错误定价与企业金融资产投资显著正相关。

## 2. 资本市场错误定价对企业金融资产投资的影响机制

本文认为资本市场错误定价与企业金融资产投资之间的影响分别通过迎合途径和融资约束途径得以实现。从迎合途径来看,股价高估反映了投资者对企业股票的乐观态度<sup>[8]</sup>。Kahneman 等<sup>[16]</sup>提出的参考点效应认为,个体获得的效用取决于其在参考点基础上的财富变化。高估的股价作为非理性投资者的参考点,一旦企业股价有所下跌,可能会导致非理性投资者的大幅抛售,加剧企业股价波动。因此,当企业股价被高估时,管理者为了将股价维持在高位,需要进一步提升企业业绩、扩大企业投资等以支撑其股价。相比较固定资产等实体经济投资,金融资产投资具有周期短、收益高的特点,管理者可以借助投资金融资产来达到提升业绩、维持股价的目的<sup>①</sup>。一方面,金融资产的高收益特性可以迎合有限理性个体投资者的业绩偏好。认知能力有限的非理性投资者很可能只根据上市企业总体利润进行决策,而未考虑总体利润中金融收益和经营收益的构成和变

化。另一方面,金融资产投资规模较小、周期较短且资金流动性较高的特性可以为上市企业提供合意的短期运作方式。金融资产在短期内不仅能为企业带来更多的利润,还可以规避固定资产投资和研发创新等生产经营活动带来的不确定性,掩盖主营业务经营状况的变化。因此,金融资产为企业提供了一个短期内获取高利润的渠道。基于上述分析,本文提出假设 H2a:资本市场错误定价通过迎合途径作用于企业金融资产投资。

从融资约束途径来看,股价高估能够增加企业股权融资和债务融资,缓解企业融资约束。首先,已有研究发现,股价高估能够降低股权融资成本。因此,公司可以通过股权融资获得低成本资金,从而放松融资约束,促进公司投资向最优水平靠近,改善资源配置<sup>[17]</sup>。其次,尽管国外研究并未发现股价高估增加企业债务融资的证据,但李君平等<sup>[14]</sup>关注了资本市场错误定价对企业融资方式选择的影响,发现在中国资本市场,资本市场错误定价对不同融资约束水平企业融资方式选择的影响存在显著差异;对于股权融资,无论融资约束水平高低,错误定价对企业股权融资均具有显著的正向影响;对于债务融资,股价高估会显著促进高融资约束企业的债务融资,包括长期债务融资和短期债务融资,而对低融资约束企业则不存在显著影响。考虑到我国资本市场上可能存在大量融资约束水平较高的企业,这些企业在股价被高估时除了采取股权融资的方式,还会进行债务融资。因此,股价高估也可能增加企业债务融资。关于企业金融资产投资的研究发现,外部融资的增加以及融资约束的降低能够为企业投资金融资产提供可用资金。相较传统投资,金融投资往往具有投资收益率高、投资周期短的特点,有助于企业快速获得现金流,提升短期业绩和流动性<sup>[6]</sup>。因此,当股价高估降低了企业融资约束,进而增加了企业可用资金时,管理者可能会调整投资方向,增加企业金融资产投资<sup>[18]</sup>。基于上述分析,本文提出假设 H2b:资本市场错误定价通过融资约束途径作用于企业金融资产投资。

① 以上市公司戴维医疗为例,2018年8月,随着各地政府密集出台鼓励生育政策,加上资金宽松的大环境,二胎概念股大幅上涨。作为医疗器械行业婴儿保育设备研发制造的代表性企业,戴维医疗股价涨逾4%。基于市账比分解的错误定价指标显示,戴维医疗股票属于高估状态。2019年,戴维医疗持有金融资产比例显著增加,由2018年的3.81%增加至38%,资产收益率提升71%,股价也有所上升。

## 二、研究设计与样本数据

### 1. 样本选取与数据来源

本文选取的研究样本为 2007—2019 年我国 A 股上市公司年度数据,数据均来源于 CSMAR 数据库。为保证数据的有效性,本文进行了以下处理:①剔除属于金融行业和房地产行业的企业;②剔除 ST 类上市公司;③剔除数据缺失和异常的样本;④为排除极端值的影响,对所有连续变量在上下 1% 的水平上进行 Winsorize 缩尾处理。最终,本文得到 2 950 家公司的 17 935 个有效观测值。

### 2. 变量定义和模型设定

为了研究资本市场错误定价对企业金融资产投资的影响,本文采用如下回归模型:

$$\text{Fin}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Mis}_{i,t-1} + \gamma \text{Control}_{i,t} + \varphi_j + \tau_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,被解释变量  $\text{Fin}_{i,t}$  为企业  $i$  在  $t$  年年末的金融资产投资,参考陆蓉等<sup>[6]</sup>的做法,将企业金融资产投资定义为企业金融资产总额占期末总资产的比例。其中,金融资产包括交易性金融资产、金融衍生品、持有至到期投资、可供出售金融资产、买入返售金融资产、发放贷款及垫款、投资性房地产以及长期股权投资八类。 $\text{Mis}_{i,t-1}$  为本文主要解释变量,参照过往文献的设定<sup>[11,13,19]</sup>,本文通过分解市账比的方法度量企业股票错误定价, $\text{Mis}_{i,t-1} > 0$  定义为高估, $\text{Mis}_{i,t-1} < 0$  定义为低估。借鉴现有研究<sup>[6]</sup>,本文在模型中还加入了若干控制变量,包括企业规模(Size)、盈利能力(ROA)、杠杆率(Lev)、企业性质(SOE)、成长性(Growth)、股权集中度(Top1)、独立董事比例(Indper)、两职合一(Dual)。此外,在所有回归中控制了年度固定效应和行业固定效应。为了更好地克服内生性问题,将 Mis 的取值滞后一期。表 1 中列出了主要变量的定义。

表 1 变量定义

变量类型	变量	变 量 定 义
被解释变量	Fin	企业金融资产/总资产
解释变量	Mis	企业股票错误定价程度
控制变量	Size	总资产的自然对数
	ROA	资产收益率,等于净利润/总资产
	Lev	杠杆率,等于总负债/所有者权益
	SOE	虚拟变量,企业为国有企业时取 1,否则取 0
	Growth	成长性,等于营业收入增长率
	Top1	企业第一大股东持股比例
	Indper	企业独立董事占比
	Dual	虚拟变量,兼任董事长和 CEO 取 1,否则为 0
	Year	年度虚拟变量
Industry	行业虚拟变量	

## 三、回归结果与分析

表 2 是资本市场错误定价对企业金融资产投资影响的 OLS 估计结果。在第(1)列中,为了检验错误定价的直接影响,回归未添加其他控制变量,仅控制了年度及行业固定效应。Mis 的系数在 1% 水平上显著为正,这表明随着股价高估程度的增加,企业金融资产投资占比也相应增加。随后,本文在第(2)列回归中加入控制变量,结果仍然成立,支持了本文的假设 H1,即资本市场错

误定价与企业金融投资显著正相关,企业股票错误定价程度每增加 1 个标准差,企业金融资产投资比例相应上升 4.4% 个标准差。从控制变量的系数来看,大企业 and 国有企业往往配置更多金融资产,而杠杆较高、成长性较高、股权更集中以及董事长和 CEO 两职合一的企业持有金融资产的动机更小。

此外,在对全样本进行分析的基础上,本文参考陆蓉等的研究<sup>[2]</sup>,进一步将样本分为股价价格高估和低估两个样本,深入探讨不同形式的错误定价对企业金融投资影响的差异。表 2 第(3)~

(4)列可见,股票价格高估将对企业金融资产投资产生显著的影响,Mis 的系数为 0.018。然而,股票价格低估并未显著影响企业金融资产投资,回

归系数并不显著。这一结果支持了李君平等<sup>[7]</sup>的观点,由于代理问题的存在,当我国资本市场股价低估时,管理层对投资的调整并不显著。

表 2 错误定价对企业金融资产投资影响的回归结果

变量	全样本 (1)	全样本 (2)	高估 (3)	低估 (4)
Mis	0.020*** (5.656)	0.017*** (4.670)	0.018*** (3.594)	0.009(1.159)
Size		0.002* (1.883)	-0.005*** (-3.344)	0.010*** (6.401)
ROA		-0.041** (-2.137)	-0.065** (-2.380)	0.008(0.274)
Lev		-0.018*** (-18.973)	-0.019*** (-11.998)	-0.017*** (-14.253)
SOE		0.005** (2.408)	0.013*** (4.065)	-0.003(-0.900)
Growth		-0.023*** (-8.899)	-0.022*** (-5.306)	-0.027*** (-7.641)
Top1		-0.000*** (-4.656)	-0.000*** (-4.543)	-0.000* (-1.708)
Dual		-0.005** (-2.328)	-0.005* (-1.707)	-0.004(-1.362)
Indper		0.002(0.147)	0.023(0.937)	-0.013(-0.572)
Constant	0.084*** (95.919)	0.072*** (2.923)	0.239*** (6.578)	-0.107*** (-3.036)
Year	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制
样本量	14 124	14 124	6 899	6 939
调整 R <sup>2</sup>	0.098	0.131	0.148	0.126
F	31.989	63.014	35.412	33.623

注:括号内为异方差稳健的回归系数  $t$  值;\*、\*\*、\*\*\* 分别表示变量在 10%、5%、1%水平上显著,下同。

## 四、影响机制检验

根据前文研究假设部分的影响机制分析,本文认为资本市场错误定价对企业金融资产投资的影响可能通过迎合途径和融资约束途径实现。

### 1. 迎合途径

前文分析提到,一方面,当公司股价被高估时,管理者为了将股价维持在高位,需要进一步提升企业业绩、扩大企业投资等以支撑其股价,金融资产的高收益特性可以迎合有限理性个体投资者的业绩偏好。另一方面,金融资产周期短、规模小、收益高的特点促使管理者为赚取超额利润而将企业资金投资于金融资产。Polk 等<sup>[15]</sup>发现,公司股东的投资期限越短,投资者更加短视,管理者就越有可能迎合此类投资者偏好。Dong 等<sup>[8]</sup>通过研究资本市场错误定价对企业研发支出和产出的影响提出,对于投资者更加短视的组,该影响更显著,管理者存在迎合现象。基于现有文献的研

究,本文认为,若资本市场错误定价对企业金融资产投资的影响是通过迎合途径实现的,那么对于投资者更加短视的企业,这一影响更加显著。借鉴上述研究,本文分别选取股票换手率以及短期机构投资者持股比例作为衡量投资者短视的指标。其中,股票换手率数据来自 CSMAR 数据库,短期机构投资者持股比例参考刘京军等<sup>[20]</sup>的研究,根据机构投资者过去两年的换手率将机构投资者划分为长期机构投资者和短期机构投资者,并计算其持股比例。从收益角度来看,宋军等<sup>[21]</sup>发现,金融投资与实体投资的收益率缺口推动了企业金融化。若企业出于提升业绩以迎合投资者,进而维持股价的动机投资金融资产,那么对于金融收益率<sup>①</sup>与经营收益率<sup>②</sup>差距更大的组,资本市场错误定价对企业金融资产投资的影响更加显著。因此,本文分别按照股票换手率、短期机构投资者持股比例以及金融收益与经营收益差距对样本企业进行分组检验。其中,对于股票换手率

① 参考宋军等的研究,金融收益率=金融投资收益/金融资产,其中,金融投资收益=利息收入+投资收益+公允价值变动收益+汇兑收益-对联营企业和合营企业的投资收益。

② 参考彭俞超等的研究,经营收益率=经营收益/经营资产,其中,经营收益=营业收入-营业成本-营业税金及附加-期间费用-资产减值损失,经营资产=固定资产净额+无形资产净额+长期投资净额+长期待摊费用+递延所得税资产+营运资本。

和短期机构投资者持股比例,按照年度中位数将其分为高低两组。对于金融收益率与经营收益率差距,参考现有研究,按照收益率差距的上四分位数和下四分位数取出收益率差较高和收益率差较低两组,分别进行回归分析。表 3 显示了对迎合途径的检验结果。从回归结果来看,在股票换手

率更高和短期机构投资者持股比例更高的组,投资者更加短视,资本市场错误定价对企业金融资产投资的影响更加显著。对于金融收益率与经营收益率差距更高的组,管理者更有动机去追逐高金融利润,进而提升企业业绩。因此,上述结果支持了本文提出的迎合途径。

表 3 错误定价对企业金融资产投资影响的迎合机制

变量	换 手 率		短期机构投资者持股比例		金融经营收益率差距	
	高 (1)	低 (2)	高 (3)	低 (4)	高 (5)	低 (6)
Mis	0.033*** (6.046)	0.002 (0.345)	0.022*** (4.255)	0.008 (1.531)	0.040*** (2.773)	0.01 (1.326)
Control	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	6 470	7 652	6 625	6 694	1 226	3 726
调整 R <sup>2</sup>	0.124	0.150	0.127	0.144	0.202	0.144
F	28.885	38.818	29.659	33.461	8.504	18.679

此外,若迎合途径成立,那么由于错误定价而导致的企业金融资产投资能够提升企业金融收益,进而提升企业业绩。因此,本文将企业收益划分为金融收益和经营收益,采用下列模型进行检验:

$$\frac{\text{Finrev}_{i,t}}{\text{Operev}_{i,t}} = \beta_0 + \beta_1 \text{Mis}_{i,t-1} + \beta_2 \text{Fin}_{i,t} + \beta_3 \text{Mis}_{i,t-1} \times \text{Fin}_{i,t} + \gamma \text{Control}_{i,t} + \varphi_j + \tau_t + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中:Finrev<sub>*i,t*</sub>为第 *t* 年的金融收益率;Operev<sub>*i,t*</sub>为第 *t* 年的经营收益率;Mis<sub>*i,t-1*</sub>为企业股票第 *t-1* 年的错误定价程度;Fin<sub>*i,t*</sub>为企业第 *t* 年的金融资产投资。若股价高估导致企业增加了金融资产投资,进而提升企业金融/经营业绩,那么 β<sub>3</sub> 的系数应该显著为正。回归结果如表 4 所示,仅当因变量为 Finrev<sub>*i,t*</sub> 时,交乘项 Mis<sub>*i,t-1*</sub> × Fin<sub>*i,t*</sub> 的系数显著为正,表明股价高估时,企业通过持有金融资产,提升了其金融收益而非经营收益。

表 4 错误定价对企业金融收益及经营收益影响的回归结果

变 量	Finrev <sub><i>i,t</i></sub>	Operev <sub><i>i,t</i></sub>
	(1)	(2)
Mis <sub><i>i,t-1</i></sub> × Fin <sub><i>i,t</i></sub>	0.556*** (3.206)	-0.036(-0.474)
Fin <sub><i>i,t</i></sub>	-1.243*** (-19.704)	-0.216*** (-7.507)
Mis <sub><i>i,t-1</i></sub>	-0.104** (-2.435)	-0.003(-0.401)
Control <sub><i>i,t</i></sub>	控制	控制
Year	控制	控制
Industry	控制	控制
样本量	14 124	4 954
调整 R <sup>2</sup>	0.034	0.510
F	39.894	147.039

结合上述回归结果,资本市场错误定价能够通过迎合途径对企业金融资产投资产生影响,证明了本文的假设 H2a。

## 2. 融资约束途径

前文假设分析中提到,股价高估能够通过增

加企业股权融资和债务融资,进而增加企业可用资金,促使管理者将多余资金投向金融资产。为检验这一途径,本文参考李君平等<sup>[14]</sup>的研究,首先验证企业股票价格被高估是否能够增加企业股权融资和债务融资,降低企业融资约束。其中,本

文分别采用外部股权增长率和年度增发配股金额衡量企业股权融资变动,外部股权增长率定义为所有权总额扣除当期盈余公积和期末未分配利润的年度变动除以总资产,企业年度增发配股金额

$$KZ = -3.014 \times \frac{\text{现金}}{\text{总资产}} - 4.444 \times \frac{\text{经营现金流}}{\text{总资产}} - 62.626 \times \text{股利} + 0.153 \times \text{资产负债率} \quad (3)$$

表 5 第(1)~(4)列的结果显示,股价高估显著增加了企业的股权融资,并降低了企业的融资约束,这一结论与李君平等<sup>[14]</sup>的结论一致。然而,股价高估并未对企业债务融资产生显著影响。随后,为进一步检验融资约束途径,本文参考彭俞超等<sup>[1]</sup>的研究,根据融资约束 KZ 指标的同年度、

则等于企业年度增发配股金额除以总资产。借鉴李君平等<sup>[14]</sup>的研究,采用企业总负债的年度变动额除以总资产衡量企业债务融资变动。融资约束指标(KZ)的具体计算方式如下:

同行业中位数,将其划分为高低两组进行检验。表 5 第(5)~(6)列的结果可见,对于融资约束更高的企业,其股价高估导致的企业金融资产投资增加更显著。上述结果证明了本文的融资约束途径,支持了本文的假设 H2b。

表 5 错误定价对企业金融资产投资影响的融资约束机制

变量	股权融资 1	股权融资 2	债务融资	融资约束	融资约束	
					高	低
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Mis	0.035*** (6.469)	0.010* (1.851)	0.002 (0.669)	-0.111*** (-6.040)	0.016** (2.080)	0.011*
Control	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	14 086	14 124	14 124	9 150	4 823	4 327
调整 R <sup>2</sup>	0.170	0.051	0.187	0.456	0.176	0.154
F	68.723	15.247	220.501	496.322	38.075	13.615

## 五、异质性分析

### 1. 基于投资者有限关注的异质性分析

本文认为,当企业投资者有限关注程度存在差异时,资本市场错误定价对企业金融资产投资的影响也会有所不同。Kahneman<sup>[22]</sup>的注意力理论表明,注意力是一种稀缺的资源。若投资者注意力有限,那么其仅能利用其所有可获得信息的一部分对股票定价,导致股价错估。胡聪慧等<sup>[23]</sup>发现,当投资者存在有限注意时,他们倾向于高估金融投资盈利较高的股票,低估没有金融投资收益(金融投资亏损)的股票。因此,对于投资者有限关注程度更高的企业,股价信息含量更低,企业管理者更容易通过投资金融资产提升短期业绩迎合投资者,维持股价高位。因此,对于此类企业,资本市场错误定价对企业金融资产投资的影响更显著。

相较于个人投资者,机构投资者更加理性,具备更加丰富的专业知识。饶育蕾等<sup>[24]</sup>认为,相对于

普通投资者,机构投资者具有更强的信息关注及识别能力。同时,机构投资者具有较强的信息挖掘能力,在信息处理和利用方面具有较大优势,能够及时捕捉企业相关信息,提升对企业股票的关注度,促使信息更迅速地融入股价,进而提升资产信息效率,减少股价错估程度。借鉴现有研究,本文选取机构投资者持股比例来衡量投资者有限关注程度,按照年度投资者持股比例的中位数将样本企业分为高低两组,回归结果如表 6 第(1)~(2)列所示。可以发现,在机构投资者持股比例更低的组,投资者有限关注程度更高,错误定价指标 Mis 的系数为 0.04,在 1%的水平上显著,股价高估显著提高了企业金融资产投资。然而,在机构投资者持股比例更高的组,错误定价指标 Mis 的系数并不显著。

### 2. 基于管理者短视程度的异质性分析

管理者短视主义认为,短视的管理者往往更加注重短期导向,表现为更注重企业短期利益和股票表现,难以从企业的长远利益进行决策<sup>[25]</sup>。金融资产具有较高流动性、较短投资期限以及较

高收益率,符合短视管理者对于短、平、快的投资项目的偏好。因此,股价高估带来的业绩压力更可能促使短视投资者增加金融资产的投资。在这种情况下,资本市场错误定价对于企业金融资产投资的影响可能更加显著。借鉴俞鸿琳<sup>[26]</sup>的研究,本文选取管理者预期任期来衡量管理者短视程度<sup>①</sup>,按照预期任期的中位数将样本企业分为高低两组,预期任期越短,管理者短视程度越高。表 6 第(3)~(4)列报告了不同管理者预期任期的回归结果,股价高估对企业金融资产投资的促进作用确实在管理者预期任期更短的情形下更加明显。

### 3. 基于股票市场行情的异质性分析

陆蓉等<sup>[27]</sup>提出,当股市处于牛市阶段时,“利好”消息对股票市场的影响大于“利空”消息对股票市场的影响;而当股市处于熊市阶段时,“利空”

消息对股票市场的影响大于“利好”消息对股票市场的影响。因此,当股市处于熊市阶段且公司股价被高估时,一旦企业股价有所下跌或企业经营业绩不及预期,将高估的股价作为其参考点的非理性投资者将会大幅抛售企业股票,加剧企业股价波动。在这种情况下,为了将股价维持在高位,管理者进行金融资产投资等以迎合非理性投资者的动机更加强烈。本文利用波峰波谷判定法并结合我国上证综指的历史走势,将 2007 年、2009 年、2014 年、2015 年和 2019 年判定为牛市,其余年份为熊市,由此将样本分为牛市/熊市两组进行检验。表 6 第(5)~(6)列报告了不同股票市场行情的回归结果,可以发现,资本市场错误定价对企业金融资产投资的促进作用仅在股市处于熊市状态时显著。

表 6 错误定价对企业金融资产投资影响的异质性分析

变量	机构投资者持股比例		管理者预期任期		股票市场行情	
	高 (1)	低 (2)	长 (3)	短 (4)	牛市 (5)	熊市 (6)
Mis	-0.002 (-0.454)	0.040*** (6.834)	0.011** (2.181)	0.024*** (4.312)	0.007 (1.041)	0.022*** (5.236)
Control	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	7 141	6 983	7 674	6 450	4 714	9 410
调整 R <sup>2</sup>	0.122	0.159	0.139	0.128	0.123	0.135
F	27.857	42.635	39.845	26.062	26.491	39.331

## 六、稳健性检验

### 1. 内生性问题

为缓解内生性问题,本文参考陆蓉等<sup>[11]</sup>的研究,选取沪深港通开放作为资本市场定价效率的外生冲击,对资本市场错误定价对企业金融资产投资的影响进行检验。参考连立帅等<sup>[28]</sup>的研究设计,本文利用以下双重差分模型进行检验:

$$\text{Fin}_{i,t} = \varphi_0 + \varphi_1 \text{HSSC}_{i,t-1} + \delta \text{Control}_{i,t} + \varphi_j + \tau_t + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中,HSSC<sub>i,t</sub>是沪深港通标的企业虚拟变量,当沪深港通交易制度实施且被列为沪股通或深股通标的时取值为 1,否则为 0。本文关注 HSSC<sub>i,t</sub>的

系数  $\varphi_1$ ,若  $\varphi_1 < 0$ ,则表明资本市场定价效率的提高有效降低了企业的金融资产投资,进而支持了本文的主要结果。此外,本文还参考连立帅等<sup>[28]</sup>,进一步采用倾向得分匹配方法构建 PSM 样本,在控制相关协变量后<sup>②</sup>,按照 1:1 不放回的配对方法为沪深港通标的寻找对照组。结果表明,无论是全样本还是 PSM 样本,沪深港通开放都显著降低了企业金融资产投资,这一结果支持了本文的主检验,资本市场错误定价与企业金融资产投资确实存在显著正向关系。

### 2. 替代性解释

本文还进一步排除了结果的其他替代性解释。首先,股票过度估值理论表明,在资本市场非强式有效的情况下,股价高估的公司会以发行股

① 管理预期任期=(高管已任职年限-同行业同一级别高管平均任职年限)+(高管年龄-同行业同一级别高管平均年龄)。

② 本文在构建 PSM 样本时控制的变量包括企业规模、上市年限、账面市值比、股票换手率、总资产回报率、营业收入增长率、收入波动性、股利支付率、董事会规模、两职兼任情况以及审计师情况,并控制行业固定效应。

份购买资产的方式实现有限套利,股价高估的企业更有可能并购股价低估的企业<sup>[19]</sup>。因此,企业金融资产投资的上升可能是由于并购导致的。其次,宋军等<sup>[21]</sup>认为,经营收益率越低的企业,为寻求实体投资的替代,会持有更多的金融资产。因此,企业投资金融资产可能是由于成长性缺失,难以进一步进行实体投资以扩大主营业务,因此将资金投向金融资产以寻求新的利润点。最后,企业进行金融资产投资也可能是由于其短期资金较多,为避免资金闲置,选择投资于流动性较高的金融资产。

为排除并购的影响,本文在样本中剔除参与过并购的企业后,重新进行检验,发现本文的结果不能由并购行为解释。为排除成长机会缺失的影响,本文根据营业收入增长率的年度中位数将样本分为高低两组进行检验。结果显示,只有在成长性较高的组,错误定价指标 Mis 的系数显著为正,这一结果排除了成长机会缺失的替代性解释。为排除企业短期资金闲置这一可能解释,本文根据企业自由现金流的年度中位数,将样本分为高低两组。参考陆蓉等<sup>[6]</sup>的研究,利用“(经营活动现金流量+投资活动现金流量-利息支出)/营业收入”衡量企业自由现金流。检验结果显示<sup>①</sup>,在企业自由现金流更低的组,资本市场错误定价显著地增加了企业金融资产投资,而这一影响在企业自由现金流更高的组不显著,排除了企业由于资金空闲而增持金融资产的替代性解释。

### 3. 其他稳健性检验

本文还进行了一系列其他稳健性检验。第一,考虑到长期股权投资既包括生产领域投资,也包含金融投机活动,为了保证文章实证结果的稳健性,本文首先参考刘贯春等<sup>[29]</sup>的研究,将金融资产替换为货币资金、持有至到期投资、交易性金融资产、金融衍生品、可供出售金融资产以及应收股利和应收利息。其次,本文参考郭胤含等<sup>[30]</sup>的研究,将金融资产替换为交易性金融资产、金融衍生品、持有至到期投资、应收利息、买入返售金融资产、可供出售金融资产、投资性房地产以及长期应收款。第二,本文利用可操纵应计盈余以及实际价值与其内在价值之比替换错误定价指标。最后,本文还将被解释变量滞后两期进行检验,上述

检验结果仍然支持本文结论。

## 七、结 语

基于我国经济的“脱实向虚”现象,本文从管理者业绩压力视角出发,实证检验了资本市场错误定价对企业金融资产投资的影响。研究发现:资本市场错误定价与企业金融资产投资显著正相关,随着股价高估程度的增加,企业金融资产投资也相应增加。迎合途径显示,在投资者换手率更高、短期机构投资者持股比例更高这类投资者更加短视的组,以及金融收益率与经营收益率差距更高的组,管理者出于迎合动机增加金融资产投资。同时,企业投资金融资产提升了金融收益而非经营收益。融资约束途径显示,股价高估显著增加了企业的股权融资,降低了企业的融资约束,在融资约束更高的组,股价高估对企业金融资产投资的促进作用更显著。异质性分析表明,在投资者有限关注程度更高、管理者更短视以及股市处于熊市阶段的组,资本市场错误定价对企业金融资产投资的影响更显著。为缓解内生性问题,本文以沪深港通开放作为资本市场定价效率的外生冲击,结果表明,沪深港通开放显著降低了企业的金融资产投资。最后,本文还进一步排除了成长机会缺失、并购导致长期股权投资增加以及企业由于资金空闲而增持金融资产等替代性解释。

本文的结论对于解决我国非金融企业过度投资金融资产的问题提供了新思路。本文的研究表明,股价高估能够显著增加企业金融资产配置,背后原因在于管理者对投资者高业绩偏好的迎合。要解决经济“脱实向虚”问题,首先,从企业角度,应增强企业内部治理,充分发挥治理层监管作用,避免管理者短视化投资。其次,从监管机构角度,应加强投资者教育,提倡价值投资理念,一方面,能够有效提高资本市场定价效率;另一方面,也能够减少投资者短视化给企业带来的业绩压力,促进资本市场稳定运行,进而更好地服务于实体经济。

### 参考文献:

[1] 彭俞超,韩珣,李建军. 经济政策不确定性与企业金融化

① 由于篇幅所限,稳健性检验结果并未列出,留存备案。

- [J]. 中国工业经济, 2018(1):137-155.
- [2] Jensen M C. Agency Costs of Overvalued Equity[J]. *Financial Management*, 2005,34(1):5-19.
- [3] Chi J, Gupta M. Overvaluation and Earnings Management [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2009, 33(9):1652-1663.
- [4] 胡奕明,王雪婷,张瑾. 金融资产配置动机:“蓄水池”或“替代”?——来自中国上市公司的证据[J]. *经济研究*, 2017,52(1):181-194.
- [5] 闫海洲,陈百助. 产业上市公司的金融资产:市场效应与持有动机[J]. *经济研究*, 2018,53(7):152-166.
- [6] 陆蓉,兰袁. 中国式融资融券制度安排与实体企业金融投资[J]. *经济管理*, 2020,42(8):157-172.
- [7] 李君平,徐龙炳. 资本市场错误定价、融资约束与公司投资[J]. *财贸经济*, 2015(3):88-102.
- [8] Dong M, Hirshleifer D, Teoh S. Misvaluation and Corporate Inventiveness [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2020,56(8):1-29.
- [9] D'mello R, Shroff P K. Equity Undervaluation and Decisions Related to Repurchase Tender Offers: an Empirical Investigation [J]. *The Journal of Finance*, 2000,55(5):2399-2424.
- [10] Benlemlih M, Ge J, Zhao S. Undervaluation and Nonfinancial Information: Evidence from Voluntary Disclosure of CSR News[J]. *Journal of Business Finance & Accounting*, 2021,48(5/6):785-814.
- [11] 陆蓉,何婧,崔晓蕾. 资本市场错误定价与产业结构调整[J]. *经济研究*, 2017,52(11):104-118.
- [12] Bird R, Menzies G, Dixon P, et al. The Economic Costs of US Stock Mispricing [J]. *Journal of Policy Modeling*, 2011,33(4):552-567.
- [13] 李善民,黄志宏,郭菁晶. 资本市场定价对企业并购行为的影响研究——来自中国上市公司的证据[J]. *经济研究*, 2020,55(7):41-57.
- [14] 李君平,徐龙炳. 资本市场错误定价、融资约束与公司融资方式选择[J]. *金融研究*, 2015(12):113-129.
- [15] Polk C, Sapienza P. The Stock Market and Corporate Investment: a Test of Catering Theory[J]. *The Review of Financial Studies*, 2008,22(1):187-217.
- [16] Kahneman D, Tversky K A. Prospect Theory: an Analysis of Decision Under Risk[J]. *Econometrica*, 1979,47(2):263-291.
- [17] Baker M, Stein J C, Wurgler J. When Does the Market Matter? Stock Prices and the Investment of Equity-dependent Firms [J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2003,118(3):969-1005.
- [18] 顾雷雷,郭建鸾,王鸿宇. 企业社会责任、融资约束与企业金融化[J]. *金融研究*, 2020(2):109-127.
- [19] Rhodes-Kropf M, Robinson D T, Viswanathan S. Valuation Waves and Merger Activity: the Empirical Evidence[J]. *Journal of Financial Economics*, 2005,77(3):561-603.
- [20] 刘京军,徐浩萍. 机构投资者:长期投资者还是短期机会主义者? [J]. *金融研究*, 2012(9):141-154.
- [21] 宋军,陆旸. 非货币金融资产和经营收益率的 U 形关系——来自我国上市非金融公司的金融化证据[J]. *金融研究*, 2015(6):111-127.
- [22] Kahneman D. *Attention and Effort* [M]. Englewood Cliffs: Prentice-Hall, 1973.
- [23] 胡聪慧,刘玉珍,吴天琪,等. 有限注意、行业信息扩散与股票收益[J]. *经济学(季刊)*, 2015,14(3):1173-1192.
- [24] 饶育蕾,王建新,丁燕. 基于投资者有限注意的“应计异象”研究——来自中国 A 股市场的经验证据[J]. *会计研究*, 2012(5):59-66.
- [25] 胡楠,薛付婧,王昊楠. 管理者短视主义影响企业长期投资吗?——基于文本分析和机器学习[J]. *管理世界*, 2021,37(5):139-156.
- [26] 俞鸿琳. 实体企业金融化:管理者短视角度的新解释[J]. *经济管理*, 2022,44(3):55-71.
- [27] 陆蓉,徐龙炳. “牛市”和“熊市”对信息的不平衡性反应研究[J]. *经济研究*, 2004(3):65-72.
- [28] 连立帅,朱松,陈超. 资本市场开放与股价对企业投资的引导作用:基于沪港通交易制度的经验证据[J]. *中国工业经济*, 2019(3):100-118.
- [29] 刘贯春,张军,刘媛媛. 金融资产配置、宏观经济环境与企业杠杆率[J]. *世界经济*, 2018,41(1):148-173.
- [30] 郭胤含,朱叶. 有意之为还是无奈之举——经济政策不确定性下的企业“脱实向虚”[J]. *经济管理*, 2020,42(7):40-55.