

股票市场错误定价： 测度方法、形成机理与经济后果^{*}

李井林 胡林琪 徐静航 汪芷伊

〔摘要〕市场错误定价是行为公司财务学术研究的一个重要方面。其中,如何准确度量市场错误定价程度是研究这一问题的关键。在此基础上,学者们更关注市场错误定价的形成机理及其对公司财务行为产生何种影响。本文主要对股票市场错误定价的测度方法、形成机理与经济后果等相关研究文献进行系统梳理并提出未来研究展望,以期有关部门的市场监管与公司的市值管理提供有益借鉴与参考。

关键词:股票市场 错误定价 测量方法 形成机理 经济后果

JEL 分类号:G32 G33 G34

一、引言

传统公司财务理论建立在决策主体完全理性与资本市场有效的假设基础上,但是,越来越多的公司异常财务行为和资本市场异象表明,决策主体的认知偏差及市场的非理性会对决策过程和结果产生直接而重要的影响,而这些异象很难为传统财务学所解释。Barberis and Thaler (2003)发现,公司管理者和资本市场投资者在决策时经常会出现偏离效用最大化的认知偏差和行为偏差而作出非理性的决策和行为,而这些非理性偏差会通过其他作用机制传导到企业的投融资决策和行为中去。行为公司财务正是在行为金融的研究范式下来研究非效率资本市场和非理性经理人对公司投融资行为的影响,以使理论研究更加贴近资本市场及企业投融资决策的现实情况。

股票市场错误定价是非效率资本市场中投资者非理性的重要表现之一,投资者受到自身以及外部市场环境的各种影响,对市场股票价格做出错误判断,很可能会影响公司的投融资行为以及企业收益。目前,非效率资本市场所导致的股票市场错误定价越来越受到学者们的关注,已有研究主要基于投资者非理性与管理者理性的基础上进行,企业管理者会利用投资者非理性形成的股票市场错误定价选择有利的投融资决策。Baker et al. (2004)认为尽管股票定价错误会通过多种渠道造成不同市场个体间财富的转移,但是由此导致的微观企业层面的公司非效率投资以及宏观经济层面上的非效率资本配置更为重要。因此,对处于“新兴加转轨”经济阶段的中国股票市场错误定价问题的研究有突出的学术价值与现实意义,一方面,为人们提供了一种新的认识公司财务问题的方法与路径,有助于理解某些传统财务学所难以解释的公司和市场异象;另一方面,为非效率投资行为与非效率资本配置提供了治理思路,有助于提升企业价值与实现社会长期健康可持续发展。本

^{*} 李井林,湖北经济学院会计学院,湖北会计发展研究中心,副教授,中国社会科学院工业经济研究所,博士后研究人员;胡林琪、徐静航、汪芷伊为湖北经济学院会计学院2015级会计学(ACCA)专业本科生。本文受到湖北省教育厅人文社会科学研究项目“市场错误定价、管理者过度自信与并购投融资行为研究”(批准号:16Q200)的资助。

文主要对股票市场错误定价的测度方法、形成机理及其对企业投融资行为的影响进行系统梳理,并探讨其进一步研究的方向。

二、股票市场错误定价的测度方法

股票市场错误定价的有效测度是研究股票市场错误定价真实效应的一个关键问题,关系到股票市场错误定价相对研究结论的可靠性。目前,股票市场错误定价的测度方法可归纳为三类,分别是相对估值法、回归估值法与剩余收益估值法。学术界普遍采用相对估计值法与回归估值法两种方法来衡量股票市场错误定价程度,但由于以 M/B 或者 Tobin's Q 等为基准的相对估值法除了含有股票错误定价程度外,还反映了公司投资机会与债务悬挂问题等因素,其所估计出来的市场错误定价程度的有效性受到了质疑;虽然回归估值法在估计公司股票内在价值时,选取了较为全面也较多影响公司股票价值的指标,但该方法在数理逻辑上的严谨度不够;而利用剩余收益估值模型估计股票内在价值的方法则在实际应用中可能遇到以下难题:基期以后的净利润与净资产(剩余收益)预期增长率的确定、通货膨胀因素对折现率的影响、分析师对未来净利润与净资产的预测精度。表 1 列示了股票市场错误定价测度的国内外主要研究文献。

表 1 股票市场错误定价测度的国内外主要研究文献

测度方法	替代变量	论文
相对估值法	Tobin's Q	Martin (1996); Jung et al. (1996); Andrade et al. (2001)
	市净率	Ang and Cheng (2006); 卢闯和李志华(2011); 徐枫(2016)
	M/B	Hovakimian et al. (2001); Hovakimia (2004); Chen and Zhao (2006); 刘澜飏和李贡敏(2005)
	外部融资加权平均 M/B	Baker and Wurgler (2002); Kayhan and Titman (2007); 周业安等(2011); 李井林等(2015)
剩余收益模型估值法	构建剩余收益变量的线性动态过程,采用相应的时间序列回归方法估计方程组的参数,然后将参数值带入对应的估值函数计算出股票内在价值,进而分析股票市场错误定价程度	Ohlson (1995); Feltham and Ohlson (1995); McCrae and Nilsson (2001); Ang and Cheng (2006); Dong et al. (2006); Dong et al. (2012); 卿小权和程小可(2011); 赵志君(2003); 徐爱农和申红(2004); 张景奇等(2006); 柳楠等(2014)
回归估值法	股价影响因素对股价进行回归估计后的股价拟合值作为股票内在价值,残差反映股票市场错误定价程度	Chirinko and Schaller (2001); Goyal and Yamada (2001); Polk and Sapienza (2003); Gilchrist et al. (2005); Rhodes-Kropf et al. (2005); 张戈和王美今(2007); 刘睿智和韩京芳(2010); 谭跃和夏芳(2011); 夏芳(2012)

三、股票市场错误定价的形成机理

传统财务研究主要关注会计信息质量对股票市场错误定价的影响,注重研究管理者进行盈余管理造成的错误定价(Xie, 2001),而行为财务研究关注投资者有限关注度与投资者情绪,从而注重

研究非理性行为造成的错误定价(Baker and Wurgler,2006)。

(一) 会计信息质量与市场错误定价

在非效率资本市场,并非所有的公司信息都被股价及时有效地吸收。基于效用最大化的投资者会将公司股价与其内在价值进行比较,在股价被市场低估时买入,而在股价被市场高估时卖出。然而,由于外部投资者只能通过公司所披露的公司信息对公司股票价值作出判断,因此,相比于外部投资者而言,具有公司信息优势的公司管理者则有动机利用信息不对称问题进行盈余管理行为,影响资本市场投资者对公司未来发展的预期,进而影响其对公司股票价值的判断,导致公司股票被市场错误定价(Chaney and Lewis,1995)。最终,公司管理者则会利用股票误定价择时市场而图利于现有股东。Ball and Brown(1968)较早研究了会计盈余在股票定价中的作用。Myers and Majluf(1984)认为由于公司管理层与外部潜在投资者之间存在信息不对称问题,如果公司选择股票融资则会向市场传递消极信息,导致公司股价被市场低估。Sloan(1996)检验了总应计项目的市场定价,市场不能有效区分应计盈余项目组成部分的持续性差异,导致对总应计项目过高定价。Collins and Hribar(2000)使用季度数据也发现市场高估了总应计项目。然而,Sloan(1996)以及 Collins and Hribar(2000)都没有进一步检验总应计项目的过高估价是源于异常应计项目,或者正常应计项目,还是两者兼而有之。Xie(2001)却研究发现了市场对异常应计项目过高估价的直接证据,即投资者高估了这些异常应计项目的持久性,由此给公司管理者带来了操纵盈余的机会主义动机。从国内来看,刘云中(2003)较早研究了中国股票市场会对会计盈余和会计应计量信息的反应,发现上市公司股票价格也没有完全反映应计项目盈余与现金流项目盈余的持久性差异,并且高估了应计项目盈余的持久性,支持了 Sloan(1996)的研究结论。宋云玲和李志文(2009)研究发现中国资本市场对总应计项目及其组成部分的错误定价方向是一致的,而且相比于现金流项目盈余,市场对应计项目盈余的错误定价程度更高。杨开元等(2013)认为应计异象并不是由模型误设导致的,而是市场投资者对应计信息的错误定价所造成的。袁知柱等(2014)研究发现,为迎合市场预期,股权价值高估企业在初期会实施应计项目操纵手段来调高会计盈余。

(二) 投资者有限注意与市场错误定价

新古典资产定价理论认为,在有效市场假设下,投资者具有无限的信息处理能力,能够及时充分地将所有公开信息反应在股价中(Merton,1987)。然而,Kahneman(1973)指出,注意力对于人们来说是一种稀缺的认知资源。最近的一些研究表明,外部投资者不仅对盈余信息的注意力有限,而且对盈余信息的处理能力也是有限的,而投资者的有限注意会影响到公司股票的交易价格与交易规模,进而导致公司股价在短期内产生巨大波动。Hirshleifer and Toeh(2003)指出当投资者存在有限注意与信息处理能力时,容易被投资者感知和编码处理的公司财务信息,会较早地在股价中得到反映,而较难感知和需要复杂处理的隐含财务信息则需要较长的时间才能在股价中得到反映。与 Hirshleifer and Toeh(2003)关注投资者忽略相关会计信息或披露策略及报告环境对股票市场价格的影响不同,Hirshleifer et al.(2010)关注投资者对盈余及其组成部分的有限注意对股票市场错误定价的影响,他们认为投资者对盈余及其组成部分注意程度的差异性解释了“应计异象”,他们通过构建理论模型验证了投资者对盈余组成部分的注意可以在投资者对应计盈余信息的定价中起到调节效应。Hou et al.(2007)同样认为投资者注意扮演了一个重要角色,有限注意将会导致投资者忽略有用的信息,这一行为将会导致盈余公告中披露的有效信息无法立即被股价所吸收,股价出现低估。但伴随着信息逐渐被股价所吸收,被较低注意的股票将会在盈余公告后继续向上(或者向下)漂移。饶育蕾等(2012)认为高注意力投资者由于能够充分注意到包括应计和现金流在内的盈余组成部分,因而能够对应计作出较为合理的定价;相反,低注意力投资者则对应计作出过高的定价。权小锋和吴世农(2012)认为投资者注意力具有认知效应,投资者注意力调节了投资者的认知

效率并提升了对会计盈余构成信息的定价效率,从而降低了投资者对应计项目信息的定价高估现象。胡聪慧等(2015)探讨了投资者有限注意引起估值偏误的内在机理,认为估值偏误与投资者有限注意力、投资者有限的信息处理能力、估值基准的错误选择以及忽视隐含信息相关。

(三) 投资者情绪与市场错误定价

在传统经典财务理论认为投资者情绪不影响股票的横截面回报,股票的横截面回报是由其系统风险决定的(Gomes et al.,2003)。然而,经济史实、理论逻辑和经验证据都表明在一个非有效的资本市场上,投资者过度乐观或过度悲观的情绪会导致股票价格系统地偏离其内在价值。Brown and Cliff(2005)研究发现投资者情绪显著地正向推动股票误定价。Baker and Wurgler(2006)发现投资者情绪对横截面股票价格具有显著的影响,难以估值和套利的股票更容易受到投资者情绪的影响。Bernile and Lyandres(2011)也发现了投资者情绪与股票价格正相关的结论。国内学者王美今和孙建军(2004)以及张强和杨淑娥(2009)通过构造理论模型和实证分析验证了投资者情绪是影响均衡资产价格的系统性因子。Allen et al.(2005)认为中国股票市场在资产定价方面是非效率的,投资者情绪波动幅度较大,导致上市公司股价严重偏离其内在价值。伍燕然和韩立岩(2007)通过检验投资者情绪对市场收益的长短期影响,验证了投资者情绪是资产定价的重要影响因素。王春峰等(2007)研究发现投资者情绪会导致投资者高估新股价值,发行公司将利用投资者情绪制定较高的发行价格以最大化发行收益。刘志远和花贵如(2009)认为投资者情绪是由投资者的非理性与有限套利引起的股票价格偏离其内在价值的市场现象。蒋玉梅和王明照(2010)检验了投资者情绪对股票收益的总体效应与横截面效应,研究发现就总体效应而言,投资者情绪与短期市场收益正相关,与长期市场收益负相关;就横截面效应而言,股票收益对于投资者情绪的敏感度存在着差异性,在投资者情绪乐观时,股票在当期或滞后一期具有超额收益,在投资者情绪悲观时则相反。山立威(2011)研究发现特定事件所导致的投资者负面情绪能够影响股票收益率。陆静和周媛(2015)研究发现投资者情绪高涨时,股票价格上涨,反之亦然。宋顺林和唐斯圆(2016)检验了投资者情绪在IPO定价中的作用,研究发现投资者情绪越高,询价阶段的机构投资者报价越高。

四、股票市场错误定价对公司财务行为的影响

(一) 股票市场错误定价对企业投资行为的影响

股票的市场价格偏离其内在价值会影响企业投资行为吗?学者们基于股权融资渠道假说、迎合理论以及股票流动性假说对股票错误定价对企业投资行为进行了大量的理论与经验研究。(1)股权融资渠道假说认为,投资者情绪所导致的股票市场错误定价会影响企业的股权融资成本,从而影响企业的投资行为。Baker et al.(2003)研究发现,股价的非理性变动对股权融资依赖型公司的投资支出具有显著影响;Gilchrist et al.(2005)通过建立股价泡沫、股票发行和公司实际投资支出的理论模型,分析指出,公司会在股票价格被高估时发行新股,从而降低资本成本并提高实际投资水平。Bakke and Whited(2010)的研究成果表明,融资约束公司会在股价高估时进行股权融资,并将所募集资金用于投资,而非融资约束公司的投资支出不受股价非理性变动的影响;(2)迎合理论认为,当外部投资者的非理性导致其对企业价值错误定价时,经理人不仅会利用这种错误定价的时机,也会考虑到这种错误预期产生的外部治理压力而迎合市场错误定价而调整投资行为。Polk and Sapienza(2009)通过构建理论模型提出理性的管理者会通过公司投资支出去迎合投资者情绪所导致的股价非理性变动,并且认为这种迎合渠道可以独立于股权融资渠道发挥作用。Wong et al.(2009)研究发现融资约束程度较低的企业更容易实施相应的融资政策来迎合投资者的非理性情绪,企业股价被市场高估(低估)时,其投资-现金流敏感度更低(高)。罗琦和贺娟(2015)通过构

建理论模型与进行实证检验,发现控股股东会利用高涨的市场时机迎合投资者情绪进行过度投资。(3)股票流动性假说认为,股票流动性可以通过错误定价机制、资本成本机制和交易反馈机制降低融资成本,缓解融资约束,进而缓解投资不足。顾乃康和陈辉(2010)研究发现股票流动性对企业投资水平存在正向影响,企业可以提高股票流动性以降低资本成本,进而扩展企业的投资机会集。熊家财和苏冬蔚(2014)以及熊家财和叶颖玫(2016)均研究发现股票流动性有助于抑制上市公司的过度投资并缓解投资不足。李君平和徐龙炳(2015a)发现股价高估有助于高融资约束公司进行外部股权融资与债务融资,从而缓解融资约束,促进公司投资。

(二) 股票市场错误定价对企业融资行为的影响

融资行为是公司财务学术研究的一个重要领域,传统财务学通过构建多种经典理论从不同方面来解释企业融资行为。然而,传统主流的融资理论认为企业融资行为与资本结构为公司管理层基于融资成本与收益权衡的理性选择的结果,而忽视了资本市场融资条件变化对企业融资决策的影响。事实上,在充满不确定性的资本市场上,理性管理者在融资决策时可以利用由于投资者的认知偏差和行为偏差所形成的资产误定价而择时市场。学者们对市场时机对公司融资的市场择时行为的影响进行了深入地研究。Stein(1996)通过构建非理性资本市场下的理性资本预算分析框架,发现在资本市场投资者非理性的情况下,当股价被市场高估时,管理者会选择股权融资;而当股价被市场低估时,管理者会选择债务融资或回购股票。Graham and Harvey(2001)以及 Brau and Fawcett(2006)的调查证据表明,股票的错误定价是上市公司股票发行与否一个重要影响因素。Baker and Wurgler(2002)以外部融资加权平均市账比作为市场择时的替代变量,检验了市场择时对资本结构的影响,实证结果表明,股票市场择时已经成为公司融资政策的一个重要影响因素,资本结构主要是公司过去试图择时股票市场的累积结果。刘澜飏和李贡敏(2005)、Alti(2006)、Hovakimian(2006)以及 Kayhan and Titman(2007)认为公司在证券发行时存在市场择时行为,但是对 Baker and Wurgler(2002)得出的市场择时对资本结构存在持久影响的观点不认同。Chen and Zhao(2006)认为 Baker and Wurgler(2002)得出的结论仅在市账比较高的公司成立。Dong et al.(2012)研究发现当股价被市场高估时,公司的股票融资与融资总量得到增加;相比于债务融资,股权融资对股票误定价更为敏感。才静涵和刘红忠(2006)以及胡志强和卓琳玲(2008)采用与 Baker and Wurgler(2002)类似的市场择时度量指标,研究发现,市场择时行为对中国上市公司的资本结构的影响具有持久性,公司资本结构及其变化符合市场择时理论的预期。李君平和徐龙炳(2015b)研究发现股票市场错误定价显著促进了公司的股权融资,而股价高估则仅会显著促进高融资约束公司的债务融资。李建标等(2016)通过实验研究发现,当公司财富约束程度小于50%时,市场择时理论得到支持,行为人在融资方式选择时表现出市场择时的动机。

五、研究展望

(一) 测度方法的改进

现有市场错误定价的测度指标众多,测量方法不一,各具特点,而进一步研究市场错误定价真实效应的关键在于对股票市场错误定价程度的有效测度。现有理论研究和实证研究也试图从各个层面找到市场错误定价的替代指标,如何构建有效合理的市场错误定价指标成为行为公司财务研究迫切需要解决的问题之一。虽然学者们在理论上证实了采用分解市账比,将股价回归后的残差部分用来测度股票市场错误定价程度具有一定的合理性,但由于股票内在价值受到复杂的公司内部外部环境因素的影响,股票市场错误定价测量的回归估值法的有效性也存在争议。同时,单一的市场错误定价替代变量,不能客观全面地反映股票市场错误定价程度。因此,采用指数方法构建市场

错误定价的复合指标可能是今后测度市场错误定价的主要发展方向。

(二) 管理者非理性与投资者非理性的综合研究

虽然学者们关于投资者非理性所导致的市场错误定价对企业财务行为影响的研究取得了丰硕的成果,但行为公司财务研究不仅要关注投资者非理性对公司财务行为的影响,还需要运用行为公司金融的分析框架从资本市场投资者非理性和公司管理者非理性两个角度对公司投融资行为进行综合研究,既考虑投资者的非理性(如市场错误定价),又考虑到管理者的非理性(如管理者过度自信),使理论分析与实证检验结论更加贴合实际资本市场运营情况和公司管理者的行为选择,以期能较好地解释传统公司财务理论所无法解释的资本市场的“金融异象”和管理者的行为偏差。

(三) 中国情境的本土化研究

大多数市场错误定价的研究主要以美欧成熟市场公司为样本,它只能反映西方社会文化环境下市场错误定价的形成机理,相应的研究结论在经济发展处于“新兴加转轨”阶段中国的适用性有待商榷。不同社会文化因素对资本市场投资者与公司管理者的认知和行为的影响存在差异,因此,我们需要努力构建基于中国社会文化观念、制度环境和性格差异下的本土企业投融资行为决策模型,研究资本市场投资者和公司管理者的非理性对企业财务行为的影响。

参考文献

- 才静涵、刘红忠(2006):《市场择时理论与中国市场的资本结构》,《经济科学》,第4期。
- 顾乃康、陈辉(2010):《股票流动性、股价信息含量与企业投资决策》,《管理科学》,第1期。
- 胡聪慧、燕翔、郑建明(2015):《有限注意、上市公司金融投资与股票回报率》,《会计研究》,第10期。
- 胡志强、卓琳玲(2008):《IPO市场时机选择与资本结构关系研究——基于中国上市公司面板数据的实证研究》,《金融研究》,第10期。
- 江晓东(2005):《投资者过度自信理论与实证研究综述》,《外国经济与管理》,第9期。
- 蒋玉梅、王明照(2010):《投资者情绪与股票收益:总体效应与横截面效应的实证研究》,《南开管理评论》,第3期。
- 李建标、孙宾宾、王鹏程(2016):《财富约束、市场时机与融资行为的实验研究——优序融资和市场择时理论的行为元素提炼》,《金融研究》,第5期。
- 李井林、刘淑莲、汪玉兰(2015):《公司存在目标资本结构吗?——来自并购的经验证据》,《投资研究》,第10期。
- 李君平、徐龙炳(2015a):《资本市场错误定价、融资约束与公司投资》,《财贸经济》,第3期。
- 李君平、徐龙炳(2015b):《资本市场错误定价、融资约束与公司融资方式选择》,《金融研究》,第12期。
- 刘澜飏、李贡敏(2005):《市场择时理论的中国适用性——基于1998-2003年上市公司的实证分析》,《财经研究》,第11期。
- 刘睿智、韩京芳(2010):《大股东交易对市场定价效率的促进——基于错误定价与成长性驱动交易的视角》,《系统工程》,第10期。
- 刘云中(2003):《中国股票市场会计盈余和会计应计量信息的反映》,《中国软科学》,第11期。
- 刘志远、花贵如(2009):《投资者情绪与企业投资行为研究述评及展望》,《外国经济与管理》,第6期。
- 柳楠、朱鹤、佟孟华(2014):《我国股票市场错误定价现象的一个原因解释——基于套利风险视角的实证研究》,《金融评论》,第4期。
- 卢闯、李志华(2011):《投资者情绪对定向增发折价的影响研究》,《中国软科学》,第7期。
- 陆静、周媛(2015):《投资者情绪对股价的影响——基于AH股交叉上市股票的实证分析》,《中国管理科学》,第11期。
- 罗琦、贺娟(2015):《股票市场错误定价与控股股东投融资决策》,《经济管理》,第1期。
- 卿小权、程小可(2011):《基于剩余收益估值模型的市场错误定价研究》,《科学决策》,第10期。
- 权小锋、吴世农(2012):《投资者注意力、应计误差与盈余操纵》,《会计研究》,第6期。
- 饶育蕾、王建新、丁燕(2012):《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》,《会计研究》,第5期。
- 山立威(2011):《心理还是实质:汶川地震对中国资本市场的影响》,《经济研究》,第4期。
- 宋顺林、唐斯圆(2016):《投资者情绪、承销商行为与IPO定价——基于网下机构询价数据的实证分析》,《会计研究》,第2期。
- 宋云玲、李志文(2009):《A股公司的应计异象》,《管理世界》,第8期。
- 谭跃、夏芳(2011):《股价与中国上市公司投资——盈余管理与投资者情绪的交叉研究》,《会计研究》,第8期。

- 王春峰、赵威、房振明(2007):《新股投资者情绪度量及其与新股价格行为关系》,《系统工程》,第7期。
- 王美今、孙建军(2004):《中国股市收益、收益波动与投资者情绪》,《经济研究》,第10期。
- 王亚平、杨云红、毛小元(2006):《上市公司选择股票增发的时间吗?——中国市场股权融资之谜的一种解释》,《金融研究》,第12期。
- 伍燕然、韩立岩(2007):《不完全理性、投资者情绪与封闭式基金之谜》,《经济研究》,第3期。
- 夏芳(2012):《盈余管理、投资者情绪与股价“同涨同跌”》,《证券市场导报》,第8期。
- 熊家财、苏冬蔚(2014):《股票流动性与企业资本配置效率》,《会计研究》,第11期。
- 熊家财、叶颖玫(2016):《股票流动性、企业投资与资本配置效率——来自我国上市公司的经验证据》,《江西财经大学学报》,第1期。
- 徐爱农、申红(2004):《我国股票市场的价值基础及价格泡沫研究》,《同济大学学报(自然科学版)》,第4期。
- 徐枫(2016):《异质信念、错误定价与定向增发折价》,《金融评论》,第2期。
- 杨开元、刘斌、王玉涛(2013):《资本市场应计异象:模型误设还是错误定价》,《统计研究》,第10期。
- 袁知柱、宝乌云塔娜、王书光(2014):《股权价值高估、投资者保护与企业应计及真实盈余管理行为选择》,《南开管理评论》,第5期。
- 张戈、王美今(2007):《投资者情绪与中国上市公司实际投资》,《南方经济》,第3期。
- 张景奇、孟卫东、陆静(2006):《股利贴现模型、自由现金流量贴现模型及剩余收益模型对股票价格与价值不同解释力的比较分析——来自中国证券市场的实证数据》,《经济评论》,第6期。
- 张强、杨淑娥(2009):《噪音交易、投资者情绪波动与股票收益》,《系统工程理论与实践》,第3期。
- 赵志君(2003):《股票价格对内在价值的偏离度分析》,《经济研究》,第10期。
- 周业安、周洪荣、孙瑞(2011):《市账率:权衡还是择时?》,《管理世界》,第4期。
- Allen, F., J. Qian and M. Qian(2005): “Law, Finance, and Economic Growth in China”, *Journal of Financial Economics*, 1, 57-116.
- Altı, A. (2006): “How Persistent is the Impact of Market Timing on Capital Structure?”, *Journal of Finance*, 4, 1681-1710.
- Andrade, G., M. Mitchell and E. Stafford(2001): “New Evidence and Perspectives on Mergers”, *Journal of Economic Perspectives*, 2, 103-120.
- Ang, J. and Y. Cheng(2006): “Direct Evidence on the Market-driven Acquisition Theory”, *Journal of Financial Research*, 2, 199-216.
- Baker, M. and J. Wurgler(2002): “Market Timing and Capital Structure”, *Journal of Finance*, 1, 1-32.
- Baker, M. and J. Wurgler(2006): “Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns”, *Journal of Finance*, 4, 1645-1680.
- Baker, M., J. Stein and J. Wurgler(2003): “When Does the Market Matter? Stock Prices and the Investment of Equity-Dependent Firms”, *Quarterly Journal of Economics*, 3, 969-1005.
- Baker, M., R. Ruback and J. Wurgler(2004): “Behavioral Corporate Finance: A Survey”, NBER Working Paper, No. 10863.
- Bakke, T. and T. Whited(2010): “Which Firms Follow the Market? An Analysis of Corporate Investment Decisions”, *Review of Financial Studies*, 5, 1941-1980.
- Ball, R. and P. Brown(1968): “An Empirical Evaluation of Incomenumber”, *Journal of Accounting Research*, 2, 159-178.
- Barberis, N. and R. Thaler(2003): “A Survey of Behavioural Finance”, Part B of *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier, 1053-1128.
- Bernile, G. and E. Lyandres(2011): “Understanding Investor Sentiment: The Case of Soccer”, *Financial Management*, 2, 357-380.
- Brau, J. and S. Fawcett(2006): “Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice”, *Journal of Finance*, 1, 399-436.
- Brown, G. and M. Cliff(2005): “Investor Sentiment and Asset Valuation”, *Journal of Business*, 2, 405-440.
- Chaney, P. and C. Lewis(1995): “Earnings Management and Firm Valuation under Asymmetric Information”, *Journal of Corporate Finance*, 3-4, 319-345.
- Chen, L. and X. Zhao(2006): “On the Relation Between the Market-to-book Ratio, Growth Opportunity, and Leverage Ratio”, *Finance Research Letters*, 4, 253-266.
- Chirinko, R. and H. Schaller(2001): “Business Fixed Investment and ‘Bubbles’: The Japanese Case”, *American Economic Review*, 3, 663-680.
- Collins, D. and P. Hribar(2000): “Earnings-based and Accrual-based Market Anomalies: One Effect or Two?”, *Journal of Accounting & Economics*, 1, 101-123.
- Dong, M., D. Hirshleifer and S. Teoh(2012): “Overvalued Equity and Financing Decisions”, *Review of Financial Studies*, 12, 3645-3683.
- Dong, M., D. Hirshleifer, S. Richardson and S. Teoh(2006): “Does Investor Misvaluation Drive the Takeover Market?”, *Journal of*

Finance,2,725-762.

Feltham, G. and J. Ohlson (1995): "Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities", *Contemporary Accounting Research*, 2, 689-731.

Gilchrist, S., C. Himmelberg and G. Huberman (2005): "Do Stock Price Bubbles Influence Corporate Investment?", *Journal of Monetary Economics*, 4, 805-827.

Gomes, J., L. Kogan and L. Zhang (2003): "Equilibrium Cross Section of Stock Returns", *Journal of Political Economy*, 4, 693-732.

Goyal, V. and T. Yamada (2001): "Asset Price Shocks, Financial Constraints, and Investment: Evidence from Japan", *Journal of Business*, 1, 175-199.

Graham, J. and C. Harvey (2001): "The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field", *Journal of Financial Economics*, 2-3, 187-243.

Hirshleifer, D. and S. Teoh (2003): "Limited Attention, Information Disclosure, and Financial Reporting", *Journal of Accounting and Economics*, 1-3, 337-386.

Hirshleifer, D., S. Lim and S. Teoh (2010): "Limited Investor Attention and Stock Market Misreactions to Accounting Information", Working Paper.

Hou, K., W. Xiong and L. Peng (2007): "A Tale of Two Anomalies: The Implication of Investor Attention for Price and Earnings Momentum", Working Paper.

Hovakimian, A. (2006): "Are Observed Capital Structures Determined by Equity Market Timing?", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1, 221-243.

Hovakimian, A. (2004): "The Role of Target Leverage in Security Issues and Repurchases", *Journal of Business*, 4, 1041-1072.

Hovakimian, A., T. Opler and S. Titman (2001): "The Debt-Equity Choice", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1, 1-24.

Jung, K., Y. Kim and R. Stulz (1996): "Timing, Investment Opportunities, Managerial Discretion, and the Security Issue Decision", *Journal of Financial Economics*, 2, 159-186.

Kahneman, D. (1973): *Attention and Effort*, Prentice Hall.

Kayhan, A. and S. Titman (2007): "Firms' Histories and Their Capital Structures", *Journal of Financial Economics*, 1, 1-32.

Martin, K. (1996): "The Method of Payment in Corporate Acquisitions, Investment Opportunities, and Management Ownership", *Journal of Finance*, 4, 1227-1246.

McCrae, M. and H. Nilsson. (2001): "The Explanatory and Predictive Power of Different Specifications of the Ohlson (1995) Valuation Models", *European Accounting Review*, 2, 315-341.

Merton, R. (1987): "A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information", *Journal of Finance*, 3, 483-510.

Myers, S. and N. Majluf (1984): "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms have Information that Investors Do not Have", *Journal of Financial Economics*, 2, 187-221.

Ohlson, J. (1995): "Earning, Book Value and Dividends in Security Valuation", *Contemporary Accounting Research*, 2, 661-687.

Polk, C. and P. Sapienza (2003): "The Real Effects of Investor Sentiment", SSRN Working Paper.

Polk, C. and P. Sapienza (2009): "The Stock Market and Corporate Investment: A Test of Catering Theory", *Review of Financial Studies*, 1, 187-217.

Rhodes - Kropf, M., D. Robinson, and S. Viswanathan (2005): "Valuation Waves and Merger Activity: The Empirical Evidence", *Journal of Financial Economics*, 3, 561-603.

Shiller, R. (2001): *Irrational Exuberance*, Princeton University Press.

Sloan, R. (1996): "Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings?", *Accounting Review*, 3, 289-315.

Stein, J. (1996): "Rational Capital Budgeting In An Irrational World", *Journal of Business*, 4, 429-455.

Wong, G., R. Faff, K. Chun and X. Chang (2009): "Financial Constraints, Mispricing and Corporate Investment", SSRN Working Paper.

Xie, H. (2011): "The Mispricing of Abnormal Accruals", *Accounting Review*, 3, 357-373.

(责任编辑:周莉萍)