

股票公开上市与企业投资对同行股价信息的依赖

方军雄,刘雅丹

(复旦大学管理学院,上海 200433)

摘要: 利用中国 1999—2017 年的 A 股企业作为样本,研究股票公开发行上市后,企业投资对于重要决策信息源之一——同行企业股价信息依赖程度的变化,并进一步从替代效应和行为直觉两个视角,考察了导致这一变化的机制。研究发现,企业在公开发行上市之后,其投资对于同行企业股票价格信息的敏感性有显著的提升。机制检验的结果显示,中国企业的管理者制定投资决策时对同行信息的利用是一个从无到有的跳跃式过程,信息选择更可能是行为直觉引导而非信息替代效应引导。据此提出,实现中国资本市场资源有效配置的目标,还需要企业管理者优化并提高对投资信息资源利用的方法和效率。

关键词: 公开发行上市; 投资决策; 同行公司股价信息; 行业托宾 Q

中图分类号: F832.48 文献标识码: A 文章编号: 1672-6049(2020)01-0085-13

一、引言

随着我国资本市场的发展以及研究的深入,资本市场在促进经济增长中的基础性作用被研究者、监管者和社会公众所日益接受。这其中重要的作用是资本市场的资源配置功能^[1]。众多研究表明,成熟的资本市场有助于稀缺资源配置到高质量的公司^[2],优化资源配置效率。

最近,文献开始关注资本市场的投资信息功能^[3-5],即资本市场参与者的交易行为对公司未来投资机会的显示。这些研究认为,资本市场的投资信息功能有助于提高企业的投资机会敏感性以及投资效率,进一步促进了资本市场资源配置功能的实现^[3,4,6-8]。投资决策作为影响企业日常运营、回报收益以及可持续运作的关键决策之一,其面临的重大问题就是对投资机会的识别和判断。已有研究显示,管理者在制定投资决策时会利用多方的信息资源来提升对投资机会识别的准确度。管理者在制定投资决策时除了利用自己拥有的私人信息外,还会用到自己公司股价中包含的信息^[3,4,9-11]。此外,同行企业的股价也是投资决策制定的重要信息来源^[12-13]。

面临不同信息源,管理层会对信息源进行理性的甄别和取舍,对信息含量或者质量更高的信息源做出更大的反应,这一现象被称作是信息的替代效应^[4]。具体到股价信息源,Foucault and Fresard^[14]的研究验证了美国资本市场环境下,企业投资决策中企业自身的股价信息和同行企业股价信息替代效应的存在,表现为,在企业上市之后,由于企业可以获得自身股价的信息,导致了企业投资对于同行企业股价敏感性的下降。与美国成熟的资本市场不同,中国资本市场处于不断发展完善之中,股价是否具有信息含量、管理者是否会利用同行上市企业的股价信息、以及中国企业的管理者是否会对市场中投资机会信息进行甄别和取舍,这些问题的答案尚不明确。具体地,中国企业的管理者在制定投资

收稿日期: 2019-11-22; 修回日期: 2019-12-20

基金项目: 国家自然科学基金项目“制度变迁、股价崩盘经济后果与修复策略研究”(71872048)

作者简介: 方军雄(1974—)男,浙江永康人,复旦大学管理学院教授,博士,博士生导师,研究方向为高管薪酬、高管治理和独立审计; 刘雅丹(1995—)女,河北献县人,复旦大学管理学院硕士研究生,研究方向为公司治理和信息披露。

决策时的信息利用行为是否会受到自身股票公开发行的影响,依然是一个实证的问题,对于进一步剖析中国资本市场的发展以及资源配置和投资信息功能的现状具有非常重要的现实意义。

基于此,本文选取1999—2017年中国A股上市公司进行了研究,发现在公开上市之后相比上市之前,企业的投资决策对于同行业企业股票信息的依赖程度有显著的增加,这与Foucault and Fresard^[14]的研究结论相反。本文从两个视角尝试对导致这一结果的机制进行解释。第一个是基于信息替代效应的视角,提出两个维度的解释:一方面,上市增加了企业和同行的竞争,即使企业有了自身的股价信息,同行企业信息对企业做出策略性反映的价值会因竞争加剧而得到提高^[15];另一方面,上市企业面临生存压力可能导致企业更多的盈余管理,不一定会带来高质量的股价信息^[16]。若上市之后,同行企业股价信息的噪音相对于企业自身更低,那么企业就会增加对同行股价信息的依赖。我们根据样本企业所在行业的竞争性以及样本企业上市后自身的信息质量高低进行分组回归,考察上市对投资—同行企业股价信息敏感性的影响在组间是否存在差异。结果表明,没有显著的证据来支持信息替代效应的成立。第二个是基于管理者行为的视角,同样提出两个维度的解释:一方面,企业可能在上市前并没有利用同行的股价信息进行投资决策,而是在上市之后才开始关注,这源于企业上市前行业分类信息的缺失,从而无法明确判断所处的同行企业并且利用其股价中所包含的投资信息,而这一现象在上市之后得到了改变。另一方面,上市可能带来了管理者薪酬契约的变化,比如,RPE薪酬机制的运用,使得企业更有动机从同行业企业的信息中判断自己需要达到的业绩目标并以此制定投资策略^[17],从而增加企业投资决策对于同行股价信息的敏感性。本文对行为视角的第一个维度进行了初探,通过区分上市前1年、前2年以及前3年和上市之后的数据并对数据进行子样本的回归,发现企业完全是在上市之后才开始关注同行股价信息。这一结果为企业信息缺失的行为维度机制提供了一定的支持。由于数据的可得性限制,本文并没有对行为视角的契约维度机制进行数据上的验证,这也是本文的一个局限以及后续研究可以进一步深入的方向。

基于以上的检验,本文认为,美国企业管理者对投资决策信息资源的替代效应在中国并没有明显存在的证据,中国管理者在制定投资决策时对信息资源的选择,更多的是行为直觉引导的结果而非对信息质量进行理性甄别和选择的结果。以此也暗示了,在我国,资本市场想要通过投资信息功能实现资源配置的目标,还需要企业管理者优化并提高对信息资源利用的方法和效率。

本文可能的贡献在于:首先,本文使用中国企业的数​​据来研究上市对企业投资决策—同行股价信息敏感性的影响,得到了和Foucault and Fresard^[14]不同的发现,并提出了中国资本市场背景下的企业管理者在进行投资决策信息获取时和美国管理者不同的思路。研究结果显示,在中国资本市场现有的发展阶段以及制度背景下,企业管理者在投资决策制定时有关关注同行企业的投资机会信息,但是尚且没有根据信息质量的高低在不同的信息源中进行取舍,更多的可能是从行为直觉上对信息资源进行利用,对于信息的选择处理能力和效率依旧有限。这些初步探索对于继续深入了解中国资本市场的资源配置机制,探索和完善信息传递功能的运行机制起到一定的启示作用。其次,就目前本文所了解到的,尽管已有人在​​中国背景下,探讨影响企业投资决策以及投资效率的各种因素,但是还鲜有从同行对于企业的“信息溢出效应”角度,来探寻这一外部性对于企业决策的影响,本文对于这方面研究的空白进行了补充。

文章接下来的行文安排是,第二部分进行相关文献的回顾以及提出假设,第三部分进行研究设计,第四部分介绍样本选择以及描述性统计,第五部分展示实证结果以及稳健性检验,第六部分是对机制的检验,第七部分是结论和政策建议。

二、文献综述与研究假设的提出

(一) 投资与股价信息的敏感性

股价的“信息假说”认为,市场参与者通过股票交易,将自己掌握的信息反映在股票价格中^[18],因此,股票价格包含了所有市场参与者知道的信息,而这部分信息中,可能包括了一部分管理者所没有

的私有信息,从而使得股价能够为企业决策包括投资决策提供依据。

基于这一假说,有越来越多的研究开始关注企业的股价信息对于投资决策的影响。Chen *et al.*^[3]使用股价的不同步性和知情交易的可能性来衡量股价中的私有信息含量,证明了这两个变量对于公司投资-股价的敏感性都有较强的正向影响,从而验证了“信息假说”,说明管理者在制定投资决策时,会从股票中包含的私有信息中得到启示,私有信息含量越高,投资对于股价的敏感度就越高。Bakke and Whited^[9]将股价波动中和投资相关的部分分离出来,发现私人投资者的信息会影响企业投资;Foucault and Frésard^[4]的研究发现,交叉上市企业的投资对于股价的敏感度要更高,因为交叉上市增加了股价的信息含量。Bai *et al.*^[11]使用研发支出的投入表示企业的投资决策,发现股票价格对于企业的研发投入决策具有显著上升的影响,由此作为股票价格近几年来更加具有信息相关性的证据。

以上研究表明,反映在企业自身股价中的投资者掌握的私有信息和管理者的私有信息都会影响管理者对企业的投资决策制定,而另一方面,最近的研究显示,管理者决策制定的信息不仅来源于直接针对自己企业的信息,他们还会从同行业企业的信息,特别地,同行企业的股价信息中获取决策制定的信息,并且将其确实地反应在了企业的决策结果上。Subrahmanyam and Titman^[15]建模分析了企业上市后的信息优势,认为上市增加了企业信息之间的相关性,企业就能够从同行的股价中获得额外的相关信息,这篇文章将其称为“信息的溢出效应”。这种信息溢出可以解释为企业的信息披露带来的外部性,并且企业之间的关联性越强,有价值的信息披露产生的信息溢出价值就会越大^[19]。

具体到企业的投资决策对于同行企业信息的依赖上,Ozoguz and Rebello^[12]认为,同行的战略举措以及行业的环境状况将会反映在同行的证券价格上,这两个因素都会影响公司的投资机会,所以管理者就能够从同行的股票价格中得到和投资机会有关的信息,他们的研究发现,企业的投资对于行业的平均股价反应是正向的,而对于那些具有威胁性的或者是行业领头的同行企业,企业的投资反应是负向的。Beatty *et al.*^[20]和 Kumar and Langberg^[21]提出,企业的财务造假对于同行业企业的投资决策也存在溢出效应,说明企业的会计信息质量不仅仅影响自己企业,也会影响其他企业的投资决策。Badertscher *et al.*^[13]研究发现,行业中上市公司的增加能够通过增加信息披露,降低不确定性来提高行业中其他私有企业对投资机会的反应敏感性,从而产生积极的溢出效应。

以上研究表明,管理者在制定投资决策时会利用所有可得的信息,包括管理者的私有信息、自己企业的股价信息以及同行业企业的信息。Foucault and Frésard^[4]的研究中提出,管理者的投资决策对这些信息的利用存在取舍,投资会对信息含量或者质量更高的信息源做出更大的反应,文章将这一取舍称为信息源间的替代效应。有研究对这一效应进行了探究。Foucault and Frésard^[14]发现,当企业自身的股票信息含量或质量越低,或者管理者得到的私有信息不足时,同行企业信息对企业投资的外部性作用越强烈;而企业上市之后,能够从自身的股价中获取信息,这一信息来源的打通减弱了企业对同行企业股价信息的依赖。类似的,Heitzman and Huang^[22]考察了管理者的私有信息和外部信息对于企业投资决策的替代效应,同样发现,当管理者拥有更高质量的私有信息时,投资对于企业内部信息的敏感性就会增加,而对于外部信息的敏感性会下降。这些研究,验证了投资决策信息资源替代效应在美国企业实务中的存在。

(二) 股票公开发行与投资-同行公司股价信息的敏感性

企业管理者在面临投资决策时都会去搜寻投资机会的信息。个人拥有的私有信息、来自同行的信息以及股价交易中的信息都构成了企业管理者投资决策的信息集。在面临着这些信息集时,理性的管理者会根据信息的相对准确性和搜集分析成本进行权衡。同行企业的股价,由于其搜集的便利性和信息含量,自然构成了管理者投资决策的重要依据^[12-13]。但是,随着企业自身股价信息价值的上升,尤其随着企业上市从无股价信息到有股价信息的变化,企业管理者对同行股价信息的依赖可能随之下降,即自身的股价信息会对同行业企业的股价信息产生一种挤出和替代效应,导致企业的投资决策对同行股价信息的敏感性有所降低^[4,14]。

但是,股票发行上市也可能导致企业管理者对同行股价信息依赖程度的上升。一方面,就算管理

者在制定投资策略时的信息来源是替代性的,也可能从两个维度导致这一敏感性的上升:首先,即便上市能够增加企业自身股价的信息含量,但是上市同时改变了企业所处的宏观环境,增加了企业的竞争和生存压力,这种外在竞争环境的改变就可能会增加对同行企业信息动向的关注,以便及时做出策略性的反应^[15,17,19];其次,上市也不一定会导致企业自身信息质量的增加。吴联生等^[16]以1998—2004年我国上市公司与非上市公司为样本,发现上市公司的盈余管理频率和幅度均显著高于非上市公司,说明股票市场反而降低了企业的信息质量。Asker *et al.*^[10]的研究提出,上市公司存在着管理短视的现象,管理者为了在短期提高企业价值并从中获利,就会通过减少当期投资来报告更高的当期现金流量,因此反应在自身股价上的信息实际上是被操纵和扭曲的。同样是和信息质量有关,企业上市可能使得同行业企业的信息质量得到提升。Beatty *et al.*^[20]和Leary and Roberts^[23]的研究表明,企业的自身信息对于同行业企业的信息质量也存在一个溢出效应,若企业自身信息质量提高,那么也会对行业整体的信息质量带来正面的影响。Subrahmanyam and Titman^[15]强调,上市企业的信息溢出效应和市场规模即上市企业的数量正相关,因此一家企业的上市增加了市场规模,会提高行业整体的信息质量,同行的上市企业的信息参考价值会增加。Badertscher *et al.*^[13]的研究也发现,行业中上市公司数量的增加能够通过改善披露环境来增加行业的信息质量。因此,如果上市反而降低了企业股价的信息质量并提高了同行业企业的股价信息质量,那么企业上市之后,管理者在投资决策时就会增加对质量更高的同行信息的利用。

另一方面,管理者在制定投资决策对于信息的利用可能并不是替代性的,而是纯粹行为引导的选择结果,这一视角同样也有两个比较直觉的解释:首先,上市提供了企业明确的行业分类信息,这就有助于企业对同行企业的判断以及信息利用,就可能导致企业投资决策对同行股价信息的依赖在上市前后是一个从无到有的跳跃式过程;其次,上市可能导致企业管理者的薪酬契约发生变化,胡亚权和周宏^[24]针对中国上市公司的研究表明,当使用同行公司作为参照组时,中国企业存在使用了RPE薪酬机制的证据,并且越容易找到能够捕捉共同外部风险的参照组,RPE在薪酬合约中的使用程度越高。上市能够有助于企业识别具有共同风险的同行企业,那么就可能提高RPE薪酬机制的使用频率。Gong *et al.*^[17]的研究发现,对于使用RPE的管理者来说,由于更多的同行企业信息有助于他们估计避免惩罚所要达到的业绩目标,企业会更加关注同行信息,具体表现为管理者会晚于大多数的同行企业来披露盈余信息,并且会使用更多的及时发布盈余公告的同行企业信息。因此,使用RPE的上市公司就可能更加关注同行的信息,并反映在企业的投资决策上,从而使得上市提高了企业投资对同行信息的敏感性。

根据前文的分析,我们提出以下两个竞争性假设:

假设1a:企业上市之后,投资对于同行股价信息的依赖性相比起上市之前有所降低。

假设1b:企业上市之后,投资对于同行股价信息的依赖性相比起上市之前有所提升。

如果假设1b成立,我们首先基于信息替代效应成立的视角,对可能导致上市增加了企业投资—同行企业股价信息敏感性的两个理性层面的解释机制——行业的竞争环境和企业信息质量进行检验。

上市对企业投资—同行企业股价信息敏感性的影响程度可能会因为行业竞争性的不同而有所差异。Li^[25]有关于产品市场竞争对企业资源披露的研究显示,当行业的竞争加剧,企业投资的悲观程度会增加,从而倾向于削减投资支出。在这种情况下,投资对于同行企业股价信息的敏感性就会有所降低。类似地,Ozoguz and Rebello^[12]通过检验企业投资对于行业平均托宾Q的敏感性在不同竞争环境下的差异,发现行业的竞争越强,企业投资对同行股价的敏感性越弱。并且,当竞争增加时,企业会减少自己的信息披露以降低专有成本^[19]。从这一角度来说,行业竞争性的增加对于整个行业的信息质量都存在负面影响,从而不利于企业在投资决策时对同行企业信息的利用。但是若市场竞争增加了管理者的危机意识,从而提高了把握投资机会的能力,减少了信息不对称性,就可能增加公司投资对同行股价信息的敏感性。

综上,我们提出以下两个竞争性假设:

假设 2a: 行业的竞争性越强,企业上市对于投资-同行股价信息敏感性的增强效应越弱。

假设 2b: 行业的竞争性越强,企业上市对于投资-同行股价信息敏感性的增强效应越强。

上市对企业投资-同行企业股价信息敏感性的影响程度也会因为上市后企业自身的信
息质量不同而有所差异。这和 Heitzman and Huang^[22] 以及 Foucault and Fresard^[14] 提出的“管理者倾向选择高质量信息的替代性假说”一致。Biddle and Hilary^[6] 和 Biddle *et al.*^[7] 以及 Wang *et al.*^[8] 的研究显示,高质量的财务报告有助于提升投资效率。因此企业自身信息质量的下降会降低企业投资对自身股价的依赖,相对地,增加对同行信息的依赖。

综上,我们提出以下假设:

假设 3: 企业自身的信
息质量越高,企业上市对于投资-同行股价信息敏感性的增强效应越弱。

我们也基于行为直觉的视角,从信息缺失的维度,来解释上市导致企业投资-同行股价敏感性增加的机制。这一维度认为,企业的管理者在上市前后,并没有在制定投资决策时根据不同类型信息源的信息质量和含量高低进行甄别和取舍,而仅仅是利用了所有可得的信息。具体地,企业在上市之前,会由于缺失行业分类信息而无法准确进行行业定位,从而无法在制定投资决策时利用同行企业的股价信息。若该信息缺失理论成立,那么我们认为在上市之前,企业的投资决策不会显示出对同行股价信息的敏感性,而上市之后才会显现出对同行股价信息的显著依赖。

由此,我们提出以下假设:

假设 4: 在公开上市之前,企业投资对于同行企业股价信息没有显著的敏感性;而在上市之后,企业投资对于同行企业股价信息显示出显著的敏感性。

行为视角的另一个维度——契约视角,由于缺少我国上市公司薪酬契约中 RPE 薪酬机制的使用情况,因此尚且没有办法使用数据来验证该理论的成立性,这也是本文的一个局限,以及有待今后继续深入研究的方面。

三、研究设计

(一) 企业投资的衡量

本文参考前人的研究,在主要的实证检验部分,采用资本支出(*capex*),即构建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金除以企业的期初总资产,来衡量企业当年的投资^[3, 5, 14]。

(二) 同行股价信息及投资-同行股价信息敏感性的衡量

我们主要的自变量由两个部分构成,首先是表示企业是否上市的哑变量(*postlist*),若企业处于上市当年或还未上市,该变量取 0,否则取 1。第二个是度量了同行业上市企业股价信息的变量,前人类似的研究中,多使用同行业企业的平均托宾 Q ^[12, 14] 或使用行业汇总会计数据计算的总托宾 Q ^[13, 22] 来对同行企业股价中包含的投资信息进行度量,由于考虑到同行业上市企业的极端值对于该变量测度偏误的影响,本文在主检验中选取的是同行业企业托宾 Q 的中位数值(*ind_Q*)来衡量行业投资信息。

由于我们考察的是企业上市对企业依赖行业信息程度的影响,因此关注的最主要变量为以上两个部分变量的交乘项(*postlist × ind_Q*)。

(三) 控制变量

本文的控制变量参考了 Heitzman and Huang^[22] 关于同行业企业信息含量对企业投资决策影响的研究,控制影响企业投资决策的基本企业特征变量有:企业规模(*size*)、杠杆率(*leverage*)、现金流量(*ocf*)、总资产回报率(*ROA*)。Heitzman and Huang^[22] 使用销售增长率来衡量企业自身的投资机会信息,并发现其与企业的投资行为有显著正相关的关系,因此我们在控制变量中加入企业的销售增长率(*salegrowth*)来控制企业自身投资机会对其投资决策的影响。同时 Heitzman and Huang^[22] 的研究中强调,融资约束会对管理者的投资机会信息识别产生干扰,因此我们沿用该方法,加入现金持有

量(*cashholding*)来控制企业的融资约束因素。最后,加入了年度以及行业的固定效应来控制宏观环境对企业投资决策的潜在影响。

表 1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	定义
因变量	资本支出	$capex_{i,t}$	构建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金/期初总资产
自变量	是否上市哑变量	$postlist_{i,t-1}$	企业上市后,该变量取 1; 否则取 0
	行业托宾 Q	$ind_Q_{i,t-1}$	按照 2001 年证监会行业分类的各行业企业托宾 Q 的中位数,托宾 Q 的计算式为:(所有者权益市场价值 + 债务总账面价值)/总资产账面价值
	交乘项	$postlist_{i,t-1} \times ind_Q_{i,t-1}$	是否上市哑变量和行业托宾 Q 的交乘项
控制变量	销售增长率	$salegrowth_{i,t-1}$	(本期营业收入 - 上一期营业收入)/上一期营业收入
	企业规模	$size_{i,t-1}$	企业期初总资产的自然对数
	杠杆率	$leverage_{i,t-1}$	期初长期负债/期初总资产
	现金持有量	$cashholding_{i,t-1}$	期初货币资金/期初总资产
	现金流量	$ocf_{i,t-1}$	经营活动产生的现金流量净额/期初总资产
	总资产回报率	$ROA_{i,t-1}$	净利润/期初总资产
固定效应	行业固定效应	$ind2001$	行业虚拟变量,行业按照 2001 版证监会行业分类代码,C 类精确到第二位,其余取大类第一位
	年度固定效应	$Year$	年度虚拟变量
稳健性检验	总资本支出	$capexrd_{i,t}$	(构建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金 + 研发费用)/期初总资产
	行业托宾 Q2	$ind_Qmean_{i,t-1}$	按照 2001 年证监会行业分类的各行业企业托宾 Q 的平均数,托宾 Q 的计算式为:(所有者权益市场价值 + 债务总账面价值)/总资产账面价值
	行业销售增长率	$ind_salegrowth_{i,t-1}$	按照 2001 年证监会行业分类的各行业销售增长率的中位数
	2012 行业固定效应	$ind2012$	行业虚拟变量,行业按照 2012 版证监会行业分类代码,C 类精确到第二位,其余取大类第一位
横截面检验	行业竞争性	$comp$	若企业所在行业赫芬达尔指数的年平均值位于所有行业中位数及以上的,该指标值取 1; 否则取 0
	企业的信息质量	acc	若企业上市后的年平均可操纵性应计盈余(使用 Jones 模型计算)位于所有企业中位数及以上的,该指标取 1; 否则取 0

(四) 研究模型

为了检验上市对企业投资 - 同行股价信息敏感性的影响究竟是怎样的,我们参考了 Foucault and Fresard^[14]的方法,构建了如下的模型:

$$capex_{i,t} = \alpha + \beta_1 postlist_{i,t-1} + \beta_2 ind_Q_{i,t-1} + \beta_3 postlist_{i,t-1} \times ind_Q_{i,t-1} + Controls + \sum YearFE + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

该模型的被解释变量是投资,使用资本支出(*capex*)来进行度量,即用企业构建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金除以期初总资产得到。模型右边的主要解释变量包括:代表企业是否上市的虚拟变量(*postlist*);同行企业股价信息变量,采用企业所在行业企业托宾 Q 的中位数(*ind_Q*)来衡量。同时,模型还控制了年度固定效应和企业固定效应,并且加入销售增长率、企业规模、杠杆率、现金持有量、现金流量和总资产回报率等控制变量,下标 *i* 和 *t* 分别表

示企业 i 和第 t 年。我们使用的是上市公司的年度面板数据来对以上模型进行最小二乘 (OLS) 回归。

我们的研究最为关注的系数是上市虚拟变量和同行股价信息变量交乘项的系数 β_3 , 其衡量了上市对于企业投资 - 同行股价信息敏感性的边际影响。因此, 若假设 1a 成立, 那么 β_3 应该显著为正; 若假设 1b 成立, 则 β_3 应显著为负。

四、样本选择、描述性统计与相关性分析

(一) 样本选择

本文数据来源于 CSMAR 和 Wind 数据库, 企业上市之前 3 年的财务数据来自于招股说明书。样本对象是 1999—2017 年的所有 A 股数据, 由于因变量数据实际上是超前一期进行取值, 因此实际上的样本区间为 1999—2016 年。最终的样本根据以下标准对观测值进行了剔除: (1) 剔除 ST 以及金融行业企业的数据。(2) 去除权益为负, 资本性支出为 0, 以及销售增长率大于 2 的企业 - 年数据。(3) 为了保证企业样本的可比性, 减少宏观环境变动对企业决策行为的影响, 保留所有企业上市之前以及上市之后 4 年以内的数据。(4) 剔除主要因变量、自变量以及控制变量为缺失的企业 - 年观测。最终我们得到的样本为 1999—2016 年间 2 368 家企业共 12 060 对企业 - 年观测值。其中处在上市当年以及之前的有 6 193 对观测值, 处在上市之后的有 5 867 对观测值。为控制极端值的影响, 我们对所有连续变量按照上下 1% 的标准进行缩尾处理。

(二) 描述性统计

表 2 报告了主要变量的描述性统计结果, $capex_{i,t}$ 全样本的均值为 0.088, 这表示样本企业的资本支出占年初总资产的均值在 8.8% 左右。全行业的托宾 Q 平均中位数值为 1.673, 全样本的平均销售增长率为 19.5%, 长期负债衡量的杠杆率均值 4.1%, 货币资金占年初总资产的均值为 22.0%, 现金流占年初总资产均值为 7.9%, 平均 ROA 为 8.7%。

表 2 描述性统计结果

变量	样本数	均值	标准差	p25	中位数	p75
$capex_{i,t}$	12 060	0.088	0.076	0.032	0.067	0.121
$postlist_{i,t-1}$	12 060	0.486	0.5	0	0	1
$ind_Q_{i,t-1}$	12 060	1.673	0.707	1.199	1.604	2.03
$salegrowth_{i,t-1}$	12 060	0.195	0.279	0	0.139	0.317
$size_{i,t-1}$	12 060	20.780	1.231	19.94	20.68	21.45
$leverage_{i,t-1}$	12 060	0.041	0.076	0	0	0.052
$cashholding_{i,t-1}$	12 060	0.220	0.148	0.108	0.181	0.296
$ocf_{i,t-1}$	12 060	0.079	0.092	0.022	0.072	0.132
$ROA_{i,t-1}$	12 060	0.087	0.067	0.042	0.075	0.121

(三) 相关性分析

表 3 报告了主要变量的相关系数, 从该表中可以看出, 自变量之间的相关系数的绝对值均小于 0.06, 因此避免了较强共线性可能对回归统计推断结果带来的较严重的偏差。仅仅从简单的相关性分析来看, 行业托宾 Q 表示的行业投资机会信息和企业投资在 10% 的水平上呈现出显著的负相关关系, 该结果似乎与之前研究相悖。这种与预测相悖的相关性分析结果在 Gunny and Hermis^[26] 有关美国证监会的繁忙程度对发出问询函可能性的研究中也出现过。这篇文章指出, 这可能是由于简单的相关性分析没有进行变量的控制, 而产生的具有较强噪音的结果。因此行业托宾 Q 和企业投资的关系, 还是需要通过更严谨的, 控制了一系列变量之后的回归分析来得到。

表3 全样本 Pearson 相关系数

变量	$capex_{i,t}$	$postlist_{i,t-1}$	$ind_Q_{i,t-1}$	$salegrowth_{i,t-1}$	$size_{i,t-1}$	$leverage_{i,t-1}$	$cashholding_{i,t-1}$	$ocf_{i,t-1}$	$ROA_{i,t-1}$
$capex_{i,t}$	1								
$postlist_{i,t-1}$	-0.083 ***	1							
$ind_Q_{i,t-1}$	-0.029*	-0.015 0	1						
$salegrowth_{i,t-1}$	0.118 ***	0.063 ***	0.077 ***	1					
$size_{i,t-1}$	-0.074 ***	0.477 ***	-0.082 ***	0.036 ***	1				
$leverage_{i,t-1}$	0.169 ***	-0.030 **	-0.131 ***	0.041 ***	0.299 ***	1			
$cashholding_{i,t-1}$	-0.070 ***	0.120 ***	0.168 ***	0.030 **	-0.100 ***	-0.277 ***	1		
$ocf_{i,t-1}$	0.187 ***	-0.382 ***	0.047 ***	0.004 00	-0.258 ***	-0.015 0	0.161 ***	1	
$ROA_{i,t-1}$	0.129 ***	-0.534 ***	0.117 ***	0.144 ***	-0.460 ***	-0.178 ***	0.187 ***	0.587 ***	1

注: ***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的显著性水平下显著(双尾)。

五、实证结果

(一) 基本实证结果与分析

我们首先检验上市对于企业投资对同行企业投资机会信息依赖程度的影响,表4报告了回归结果。

(1)~(2)列是根据上市前和上市之后的企业数据进行的分组回归,结果显示, $ind_Q_{i,t-1}$ 的系数在上市之前为0.004,统计上不显著,说明企业在上市之前并没有充分使用到同行业企业的股价信息来进行自己的投资决策。可能的原因是:上市之前,企业管理者很少关注资本市场;或者,企业管理者即使关注资本市场,但由于行业归属的不确定,限制了其对参照系公司的选择和分析。在上市之后, $ind_Q_{i,t-1}$ 的系数为0.011,并且在1%的水平上显著,说明企业上市之后的投资决策利用了同行企业股价中包含的投资机会信息,并且同行企业托宾Q的中位数每增加1单位,企业的资本投资占期初的比例就会增加1.1%。前两列的回归结果初步说明,企业上市之后,其投资决策对于同行业企业的股票信息依赖

表4 股票公开发行上市对企业投资-同行股价信息敏感性的影响检验

变量	(1) $capex_{i,t}$ $postlist_{i,t-1}=0$	(2) $capex_{i,t}$ $postlist_{i,t-1}=1$	(3) $capex_{i,t}$ 交乘项
$postlist_{i,t-1} \times ind_Q_{i,t-1}$			0.005 *** (2.89)
$postlist_{i,t-1}$			0.000 (0.13)
$ind_Q_{i,t-1}$	0.004 (0.94)	0.011 *** (2.88)	0.005* (1.76)
$salegrowth_{i,t-1}$	0.023 *** (4.98)	0.019 *** (5.01)	0.022 *** (7.14)
$size_{i,t-1}$	-0.004 *** (-3.54)	-0.005 *** (-3.87)	-0.004 *** (-3.90)
$leverage_{i,t-1}$	0.143 *** (8.09)	0.143 *** (6.02)	0.140 *** (8.83)
$cashholding_{i,t-1}$	-0.041 *** (-4.37)	-0.022 ** (-2.53)	-0.025 *** (-3.74)
$ocf_{i,t-1}$	0.121 *** (9.11)	0.122 *** (7.79)	0.111 *** (10.34)
$ROA_{i,t-1}$	0.002 (0.11)	0.187 *** (7.12)	0.070 *** (4.04)
Constant	0.159 *** (3.41)	0.206 *** (6.45)	0.138 *** (2.97)
year	Yes	Yes	Yes
ind2001	Yes	Yes	Yes
调整的 R^2	0.155	0.164	0.156
样本数	6 193	5 867	12 060

注: ***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的显著性水平下显著;括号内为 t 值。

程度会增加。进一步地，(3)列加入交乘项的回归结果显示，交乘项的系数为0.005，且在1%的水平上显著为正，说明上市之后，1单位行业托宾Q的增加导致的企业资本支出占期初总资产比例的增加幅度，相比上市之前会提高0.5%，即上市提高了企业投资对同行业企业投资机会信息的敏感度，假设1b得到支持。

(二) 稳健性检验

为了保证回归结果的可靠性，本文做了一系列的稳健性检验。

首先，我们改变了因变量的度量方式。参考了Heitzman and Huang^[22]的研究，采用研发支出加上企业构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金后再除以期初总资产，得到企业的总资本支出($capexrd_{i,t}$)作为新的因变量，由于一些企业的研发支出数据存在缺失，因此再对有缺失值的企业-年观测进行删除之后，样本量变为8170个企业-年观测。使用新的因变量和处理后的样本对模型(1)进行回归，交乘项系数为0.011，在1%的水平上显著。

其次，我们改变了对于行业托宾Q的度量方法，改用同行业企业的平均托宾Q($ind_Qmean_{i,t-1}$)^[12,14]以及同行业企业销售增长率的中位数($ind_salegrowth_{i,t-1}$)来度量同行企业股价中包含的投资机会信息，再进行回归。交乘项的系数分别为0.004和0.079，在5%以及1%的水平上显著为正。

最后，我们改变了行业分类的方式，采用2012年的行业分类作为行业固定效应，并重新计算了行业托宾Q，再对模型(1)进行回归。交乘项系数为0.004，在5%水平上显著。

稳健性检验的统计推断与主回归保持一致，系数大小的差异可能源于样本量的变动。总体而言，结果显示了回归结果的稳健性。

六、进一步分析：对上市增加投资-同行股价信息敏感性的机制检验

(一) 信息替代效应视角下的检验

1. 竞争性对上市与企业投资-同行股价信息敏感性的影响

根据前文所述，我们检验了企业所在行业的竞争性差异是否会对上市与企业投资-同行企业股价信息的敏感性造成影响。前人的研究中，常使用赫芬达尔指数来表示行业的竞争性，并且该指标取值越大，意味着行业的竞争性越高^[25,27,28,29]。据此，我们计算了每个行业的年平均赫芬达尔指数，并按照全样本所在行业的赫芬达尔指数是否大于所有行业的中位数分为两组，大于或等于中位数的组被认为是属于竞争更加激烈行业的企业，并构建表示行业竞争程度的虚拟变量 $comp$ ，该变量对于高竞争组的企业样本取1，得到有7089对企业-年观测属于高竞争行业，4947对企业-年观测属于低竞争行业。

表5 竞争性对股票公开发行上市与企业投资-同行股价信息敏感性的影响检验

变量	(1) $capex_{i,t}$ $comp = 0$	(2) $capex_{i,t}$ $comp = 1$	(3) $diff$
$postlist_{i,t-1} \times ind_Q_{i,t-1}$	0.007*** (2.10)	0.004* (1.73)	0.003 (0.14)
$postlist_{i,t-1}$	-0.006 (-1.00)	0.004 (0.92)	
$ind_Q_{i,t-1}$	0.010 (1.24)	0.006* (1.96)	
控制变量	Yes	Yes	
Constant	-0.001 (-0.03)	0.154* (1.88)	
year	Yes	Yes	
ind2001	Yes	Yes	
调整的R ²	0.127	0.172	
样本数	4947	7089	

注：***、**、* 分别表示在1%、5%、10%的显著性水平下显著；(1)~(2)列括号内为t值；(3)列的括号内为费舍尔组合检验的p值。

根据行业竞争性的分类对这两组子样本进行分组回归，得到表5中的结果。(1)列是属于低竞争行业组的子样本回归结果，交乘项的系数为0.007，在5%的水平上显著为正；(2)列是高竞争子样本

组的回归结果,交乘项系数为 0.004,在 10% 的水平上显著为正。我们对两组回归交乘项系数差异的显著性进行了费舍尔组合检验^[30],检验结果列示在(3)列。结果显示,无论是属于高竞争行业还是低竞争行业,企业上市对于企业投资-同行股价信息敏感性的影响都是显著为正,并且两者系数的差异并不显著,因此没有足够的证据表示,行业竞争性的差异会对上市与企业投资-同行企业股价信息的敏感性带来影响。

2. 企业信息质量对股票公开发行业上市与企业投资-同行股价信息敏感性的影响

据前文所述,我们同样检验了企业自身信息质量的高低是否会对上市与企业投资-同行企业股价信息的敏感性造成影响。前人的研究中,多使用 Jones 模型计算的可操纵性应计利润来衡量企业的信息质量,认为该指标取值越低,企业进行盈余管理的程度较低,表示更高的信息质量^[31]。据此,我们使用 Jones 模型,计算企业上市之后的可操纵性应计利润,并进一步得出每家企业的年平均可操纵性应计利润。按照样本企业公开发行业之后的年平均可操纵性应计利润是否大于所有企业的中位数分为两组,大于或等于中位数的企业被认为是企业自身信息质量相对较低的组,据此构建表示企业信息质量高低的虚拟变量 *acc*,该变量对于信息质量低的企业样本组取 1,得到 4 668 对企业-年观测属于低信息质量组,6 461 对企业-年观测属于高信息质量组。

根据企业自身信息质量高低的分类对这两组子样本进行分组回归,得到表 6 中的结果。(1)列是属于高信息质量组的子样本回归结果,交乘项的系数为 0.007,在 5% 的水平上显著为正;(2)列是低信息质量组的子样本的回归结果,交乘项系数为 0.005,在 10% 的水平上显著为正。费舍尔组合检验结果显示,无论企业自身的信息质量是高还是低,上市都对企业投资-同行股价信息敏感性产生了同等程度的正向影响,两者系数的差异并不显著。因此,没有足够的证据表示,企业自身信息质量的差异会对上市与企业投资-同行企业股价信息的敏感性带来影响。

(二) 行为视角下的检验

对于公开发行业上市提高了企业投资对同行股价信息敏感性的原因,也可能是更为直接的行为因素导致的。我们检验了这一视角下的第一个机制,即信息的缺失。

我们区分上市前 1 年、前 2 年和前 3 年的数据和上市之后的数据并进行子样本的回归,结果如表 7 所示。无论是公开上市之前 1 年、前 2 年还是前 3 年,交乘项的系数均在 1% 的水平上显著为正,表示无论是和临近上市还是和非临近上市前的时间相比,公开发行业都能够显著提高企业投资对于同行股价的敏感性,但是在上市之前 *ind_Q_{i,t-1}* 的系数均在 10% 的水平上不显著异于 0,说明只要是还未进行公开发行业,企业就不会将同行企业股价信息纳入自己的投资决策信息源中,并且不会随着上市的迫近而逐渐开始关注这一信息。这说明,在中国的资本市场,管理者对同行信息的利用在上市前后是一个从无到有的跳跃式过程。这一结果为行为视角的信息缺失机制解释提供了一个初步的证据,即企业上市前可能因为信息的缺失、无法界定同行企业而根本不会在投资决策中参考同行的信息,上市之后,获得自己所属行业的界定之后才开始参考同行企业的信息。因此管理者在制定投资决策时只是使用了所有可以得到的信息资源,而没有进行质量的甄别和取舍。

表 6 企业的信息质量对股票公开发行业上市与企业投资-同行股价信息敏感性的影响检验

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>capex_{i,t}</i> <i>acc</i> = 0	<i>capex_{i,t}</i> <i>acc</i> = 1	<i>diff</i>
<i>postlist_{i,t-1}</i> × <i>ind_Q_{i,t-1}</i>	0.007** (2.21)	0.005* (1.71)	0.002 (0.41)
<i>postlist_{i,t-1}</i>	-0.002 (-0.43)	0.001 (0.16)	
<i>ind_Q_{i,t-1}</i>	0.008* (1.77)	0.005 (0.99)	
控制变量	Yes	Yes	
Constant	0.140*** (2.76)	0.180*** (4.41)	
<i>year</i>	Yes	Yes	
<i>ind2001</i>	Yes	Yes	
调整的 <i>R</i> ²	0.152	0.156	
样本数	6 461	4 668	

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的显著性水平下显著;(1)~(2)列括号内为 *t* 值;(3)列的括号内为费舍尔组合检验的 *p* 值。

表 7 上市前 1 年、前 2 年、前 3 年数据与上市后数据的分组回归结果

变量	(1) 上市前 1 年和上市后数据			(2) 上市前 2 年和上市后数据			(3) 上市前 3 年和上市后数据		
	$capex_{i,t}$ $postlist_{i,t-1}=0$	$capex_{i,t}$ $postlist_{i,t-1}=1$	$capex_{i,t}$ 交乘项	$capex_{i,t}$ $postlist_{i,t-1}=0$	$capex_{i,t}$ $postlist_{i,t-1}=1$	$capex_{i,t}$ 交乘项	$capex_{i,t}$ $postlist_{i,t-1}=0$	$capex_{i,t}$ $postlist_{i,t-1}=1$	$capex_{i,t}$ 交乘项
$postlist_{i,t-1} \times ind_Q_{i,t-1}$			0.012 *** (4.61)			0.008 *** (3.79)			0.005 *** (2.89)
$postlist_{i,t-1}$			-0.021 *** (-4.07)			-0.006 (-1.47)			0.000 (0.13)
$ind_Q_{i,t-1}$	0.007 (1.18)	0.011 *** (2.88)	0.003 (0.75)	0.003 (0.75)	0.011 *** (2.88)	0.004 (1.20)	0.004 (0.94)	0.011 *** (2.88)	0.005 * (1.76)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Constant	0.246 *** (6.00)	0.141 *** (4.47)	0.108 *** (4.07)	0.151 *** (4.60)	0.206 *** (6.45)	0.103 *** (4.17)	0.159 *** (3.41)	0.206 *** (6.45)	0.138 *** (2.97)
year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
ind2001	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
调整的 R ²	0.174	0.165	0.162	0.160	0.164	0.161	0.155	0.164	0.156
样本数	1962	5831	7793	4112	5867	9979	6193	5867	12060

注: ***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的显著性水平下显著; 括号内为 t 值。

七、结论与政策建议

本文基于 Foucault and Frésard^[14]模型,以中国 1999—2017 年的 A 股企业作为样本,研究了上市对企业投资决策之于同行企业股价信息依赖程度的影响。本文的研究发现,企业在上市之后,其投资对于同行企业股票价格信息的敏感性有显著的提升。本文尝试从信息替代效应视角的竞争性维度和信息质量维度,以及行为视角的信息缺失维度来解释上市导致企业投资—同行企业股价信息敏感性提升的原因机制。结果显示,无论是在高竞争还是低竞争的行业,无论企业自身的的信息质量高或者低,上市都同等程度地增加了企业投资—同行企业股价信息的敏感性;而在区分上市前年份的回归中发现,只要还未上市,就没有证据表明企业在投资决策中利用了同行企业的股价信息,只有上市之后,企业投资才表现出了对同行企业股价信息的显著依赖。

以上的结果表明,信息的替代效应在中国企业管理者的投资决策信息利用中没有明显存在的证据,管理者对于同行信息的利用在上市前后是一个由行为直觉引导的,从无到有的跳跃式过程,而非对不同信息源的质量进行甄别选择后的替代结果。据此,本文给出以下政策建议:第一,进一步完善资本市场的信息渠道,使得股价能够更加公允,以及时反映投资者拥有的信息;第二,需要完善资本市场的准入机制和交易行为,提升股价信息在企业管理者投资决策中的信息价值;第三,进一步明确上市和非上市企业的同行定位方式,优化并提高其对于信息资源利用的方法和效率,从而提高资本市场资源配置的效率。

参考文献:

- [1]STEIN J C. Chapter 2—agency, information and corporate investment [J]. Handbook of the economics of finance, 2003, 1 (3): 111-165.
- [2]刘津宇,王正位,朱武祥. 产权性质、市场化改革与融资歧视——来自上市公司投资—现金流敏感性的证据 [J]. 南开管理评论, 2014(5): 126-135.
- [3]CHEN Q, GOLDSTEIN I, JIANG W. Price informativeness and investment sensitivity to stock price [J]. Review of financial studies, 2007, 20(3): 619-650.
- [4]FOUCAULT T, FRÉSARD L. Cross-listing, investment sensitivity to stock price, and the learning hypothesis [J]. Review of financial studies, 2012, 25(11): 3305-3350.

- [5]陈康 刘琦. 股价信息含量与投资—股价敏感性——基于融资融券的准自然实验[J]. 金融研究, 2018(9): 126-142.
- [6]BIDDLE G C, HILARY G. Accounting quality and firm-level capital investment [J]. Accounting review, 2006, 81(5): 963-982.
- [7]BIDDLE G C, HILARY G, VERDI R S. How does financial reporting quality relate to investment efficiency? [J]. Journal of accounting and economics, 2009, 48(2-3): 112-131.
- [8]WANG X, CHEN F, HOPE O K, et al. Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets [J]. Accounting review, 2011, 86(4): 1255-1288.
- [9]BAKKE T E, WHITED T M. Which firms follow the market? An analysis of corporate investment decisions [J]. Review of financial studies, 2010, 23(5): 1941-1980.
- [10]ASKER J, FARRE-MENSA J, LJUNGQVIST A. Corporate investment and stock market listing: a puzzle? [J]. Review of financial studies, 2015, 28(2): 342-390.
- [11]BAI J, PHILIPPON T, SAVOV A. Have financial markets become more informative? [J]. Journal of financial economics, 2016, 122(3): 625-654.
- [12]OZOGUZ A, REBELLO M J. Information, competition, and investment sensitivity to peer stock prices [J/OL]. <https://ssrn.com/abstract=2311344>, 2013-07-02.
- [13]BADERTSCHER B, SHROFF N, WHITE H D. Externalities of public firm presence: evidence from private firms' investment decisions [J]. Journal of financial economics, 2013, 109(3): 682-706.
- [14]FOUCAULT T, FRESARD L. Learning from peers' stock prices and corporate investment [J]. Journal of financial economics, 2014, 111(3): 554-577.
- [15]SUBRAHMANYAM A, TITMAN S. The going-public decision and the development of financial markets [J]. Journal of finance, 1999, 54(3): 1045-1082.
- [16]吴联生 薄仙慧 王亚平. 避免亏损的盈余管理程度: 上市公司与非上市公司的比较 [J]. 会计研究, 2007(2): 44-51 + 91.
- [17]GONG G, LI L Y, YIN H. Relative performance evaluation and the timing of earnings release [J]. Journal of accounting and economics, 2019, 67(2-3): 358-386.
- [18]GROSSMAN S J, STIGLITZ J E. On the impossibility of informationally efficient markets [J]. The American economic review, 1980, 70(3): 393-408.
- [19]ADMATI A R, PFLEIDERER P. Forcing firms to talk: financial disclosure regulation and externalities [J]. Review of financial studies, 2000, 13(3): 479-519.
- [20]BEATTY A, LIAO S, YU J J. The spillover effect of fraudulent financial reporting on peer firms' investments [J]. Journal of accounting and economics, 2013, 55(2-3): 183-205.
- [21]KUMAR P, LANGBERG N. Corporate fraud and investment distortions in efficient capital markets [J]. RAND journal of economics, 2009, 40(1): 144-172.
- [22]HEITZMAN S, HUANG M. Internal information quality and the sensitivity of investment to market prices and accounting profits [J]. Contemporary accounting research, 2019, 36(3): 1699-1723.
- [23]LEARY M T, ROBERTS M R. Do peer firms affect corporate financial policy? [J]. Journal of finance, 2014, 69(1): 139-178.
- [24]胡亚权 周宏. 高管薪酬、公司成长性水平与相对业绩评价——来自中国上市公司的经验证据 [J]. 会计研究, 2012(5): 22-28 + 93.
- [25]LI X. The impacts of product market competition on the quantity and quality of voluntary disclosures [J]. Review of accounting studies, 2010, 15(3): 663-711.
- [26]GUNNY K, HERMIS J. How Busyness influences SEC compliance activities: evidence from the filing review process and comment letters [J/OL]. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/1911-3846.12507>, 2019-05-11.

- [27] BEINER S, SCHMID M M, WANZENRIED G. Product market competition, managerial incentives and firm valuation [J]. *European financial management*, 2011, 17(2): 331-366.
- [28] LI F, LUNDHOLM R, MINNIS M. A measure of competition based on 10-K filings [J]. *Journal of accounting research*, 2013, 51(2): 399-436.
- [29] ALI A, KLASA S, YEUNG E. Industry concentration and corporate disclosure policy [J]. *Journal of accounting and economics*, 2014, 58(2-3): 240-264.
- [30] 连玉君, 廖俊平. 如何检验分组回归后的组间系数差异? [J]. *郑州航空工业管理学院学报* 2017(6): 97-109.
- [31] KOTHARI S P, LEONE A J, WASLEY C E. Performance matched discretionary accrual measures [J]. *Journal of accounting and economics*, 2005, 39(1): 163-197.

(责任编辑: 刘淑浩; 英文校对: 葛秋颖)

Impact of Listing on the Sensitivity of Enterprises' Investment to Peers' Stock Prices Information

FANG Junxiong, LIU Yadan

(School of Management, Fudan University, Shanghai 200433, China)

Abstract: Based on data set of Chinese A-share firms from 1999 to 2017, this paper investigates change on dependence of investment decisions on one of the most important information sources—stock price information of peer firms, after listing. Furthermore, mechanism of this change is examined from the perspectives of substitution effect and behavioral intuition. The study has found that sensitivity of investment to stock price information of peer firms has been significantly improved after listing. The results of mechanism test indicate that in China, the use of peer information in managerial investment decision-making is a leap, the choice of investment opportunity information is led by behavioral intuition rather than substitution effect. These results suggest that it is necessary for enterprise managers to optimize and improve the methods and efficiency of the use of investment information resources to achieve the effective allocation of resources in China's capital market.

Key words: listing; investment decisions; peers' stock price information; industrial tobin's Q