

中国证券市场 价值成长效应的实证研究

顾娟 丁楹

摘要:价值成长效应是国外证券市场普遍存在的现象,本文通过实证分析的方法研究了从1994年1月3日到2001年12月30日我国证券市场与国际证券市场价值型/成长型股票的异同,得到以下三个结论。首先在本文研究的时间阶段,中国证券市场上价值成长效应基本不存在。其次,中国证券市场上市公司的基本面对股票价格收益没有显著的预测作用。最后中国证券市场的投资者对公告中的基本面信息并不存在过度反应。

关键词:价值型/成长型股票 基本面指标 价值成长效应 收益的可预测性

一、引言

把公司股票按基本面进行分类时,通常把具有较高的帐面价值/市值比(B/M)、收益价格比(E/P)或现金流/价格比(C/P)的股票称为价值型股票;把具有较低帐面价值/市值比(B/M)、收益价格比(E/P)或现金流/价格比(C/P)的股票称为成长型股票(在这里股票的基本面通常指的是用股票的财务指标与其市场价格的比)。国外的很多实证研究发现从股票平均收益的大小来看,存在很强的价值溢价现象。也就是高B/M、E/P或C/P指标的股票平均收益比较高,低指标的股票平均收益要低。股票价格收益存在的这种现象,通常称做价值成长效应。

实证研究发现价值成长效应在国外的很多证券市场都普遍存在:Fama and French(1992,1996)和Lakonishok等(1994)对美国证券市场的股票进行研究,发现存在价值成长效应。Fama and French(1998)研究了全球股票市场的价值成长效应,以及全球各个主要证券市场(包括美国、日本、英国、法国、德国、意大利、荷兰、比利时、瑞士、瑞典、澳大利亚、香港和新加坡)的价值成长效应,发现对全球市场来说根据帐面价值/市场价值比排序,价值型股票在1975到1995年间平均收益比成长型股票要高出12个百分点。价值型股票与成长型股票投资组合的平均收益之差是每年7.68%。根据其他指标得到的价值型股票也有同样的结论。

研究价值成长效应不仅仅是在于发现证券市场存在的规律性,对于产生价值成长效应的研究和讨论实际上也正是对关于传统金融学建立的基础——市场有效性和投资者理性进行研究的一个途径。

首先对价值成长效应的研究是对市场有效性进行验证的一种途径。

从资产价格是否会出现某种系统的模式效应——比如价值成长效应等来研究资产收益的可预测性是目前研究资

产收益可预测性常采用的一种方法。而资产收益的可预测性则是对市场有效的一个反证,因此研究我国证券市场的价值成长效应也是对中国证券市场有效性的一种实证研究方法。

在国际证券市场,股票的基本面对股票收益具有预测能力也已经被大量的研究所证实。如Jaffe等(1989)发现E/P比对收益的不同具有解释作用。Rouwenhorst(1999)发现在20个新兴市场,基本面可以预测股票的收益。而对我国证券市场股票价格收益的可预测性研究目前还不是很多,其中比较深入的研究主要包括引用Fama和French(1993)的三因素模型的陈信元,张田余和陈冬华(2001)对股票收益进行横截面多因素分析的实证研究。本文通过对我国证券市场价值成长效应的研究对陈信元、张田余和陈冬华(2001)的结果进行分析和验证。

第二研究价值成长效应还可以从不同角度分析和研究投资者的行为。

为什么会存在价值成长效应,目前国外的研究结果主要从下面三个方面解释这个现象。第一就是用投资者行为的非理性来解释。投资者行为的非理性就是指投资者对信息的反应过度。出现这种价值溢价的现象是由于市场会低估那些出现令人沮丧的经营状况的公司价值,而对经营状况持续良好的公司又高估了其实际的价值,投资者的过度反应现象普遍存在。Rafael La Porta, Josef Lakonishok, Andrei Shleifer, and Robert Vishny证明了价值型股票中大约1/3的超额收益发生在利润公布的前后几天内,因此认为平均来说投资者对该类股票的较高利润吃惊。如果价格相对风险溢价较低,平均来说,价格最终会回复到其无条件的期望最终现金流。如果由于不利信号造成过度反应,那么平均来说,价格也将部分回复到其预期的价值上来。持有这种观点的如Lakonishok et al. (1994),Haugen(1995)等。

Barsky, Delong(1993)假设投资者认为红利由一个双重协

整过程生成,所以红利增长率有一个单位根,这意味着高速的红利增长将导致股票价格的更高速度的增长,所以股票价格与红利的比率也就是市盈率在股利高速增长时将迅速提高,一旦随后的股利增加没有投资者所预料的那样高,将使股票的回报快速下降,并向长期均值回归。在这一模型中,投资者产生了对股利新闻的过度反应。高指标的公司由于以前的过度反应而使其帐面市值比过低,从而在较好的股利公布后使投资者认识到这一点,使股票价格上升,所以高帐面市值比的公司就产生了较高的回报。

第二是用经典的资本资产定价理论来解释价值成长效应。认为价值成长效应反映的投资者行为还是理性的,只是价值溢价弥补了资本资产定价模型(CAPM)中未被考虑的其他风险因素的作用。这个结论是基于认为那些经营状况令人担忧的公司收益中存在着不能被市场收益所解释的共同变化因子,而资本资产定价模型中没有充分包括那些共同变化的因素。比如经过基本面等因素的控制以后,BETA的水平对未来收益还是具有预测作用,而且经过基本面控制后会减弱BETA的效果。如Fama and French(1992,1995,1996)。

最后还有另一种看法是认为价值溢价现象是由于所选择的样本造成的。这种现象在美国证券市场的出现只是一种偶然结果,并不能代表在未采也间同样会发生。包括Black(1993)和MacKintlay(1995)。

中国资本市场经过了10年的历程,对中国资本市场及其投资者行为的国内研究也相当多,但到目前为止,关于我国证券市场的价值成长效应国内还没有较为规范的研究,因此本文研究股票价值成长效应的目的在于:

(1)股票价值成长效应是否是普遍存在的规律,本文通过中国市场的实证来验证这个规律性,填补了我国资本市场研究中这一几乎空白的研究领域。

(2)对股票价值成长效应的上述理论研究分析是否具有普遍的指导意义,如何理解中国证券市场的价值成长效应。

(3)通过价值成长效应分析我国资本市场的特征:关于我国证券市场的有效性和我国投资者行为分析,以及与国外市场的异同。

二、研究样本及数据来源

1. 时间区间

中国证券市场的形成始于1990年和1991年上海证券交易所和深圳证券交易所的相继成立,成立初期市场还不规范,上市的股票数量少,规模也不大,股市经常处于只涨不跌的状态。虽然对于本文研究的问题来说,研究的时间区间越长越好,但为了能客观地反映我国股票市场的状况,因此本文把分析的时间阶段取为从1994年1月3日到2001年12月30日这一时间区间。

2. 样本的选择

本文选取上海和深圳两个市场的全部上市股票作为研究对象。为了反映价值类和成长类股票收益的普遍规律,因此我们首先把每只股票去年的年终收益比上该股票当年年初的价格,每一年按股票的收益/价格比(帐面价值/市值比)排

序。每年我们选取该年排名前30%的股票和排名后30%的股票分别作为价值型和成长型股票的投资组合的构成。

3. 数据来源

每只股票的行情数据来自乾隆系统,股票的基本面数据来自万德系统,如果缺省就剔除该股票。

4. 指标的定义

价值型(成长型)股票投资组合收益率的计算是把当年价值型(成长型)股票收益在当年年初时按市值加权的方法计算价值型股票的投资组合收益率。计算公式如下:

$$R_p = \sum_i w_i r_i = \frac{\sum_i MV_i}{\sum_i MV_i} r_i$$

其中 R_p 是价值型(成长型股票)的收益率; MV_i 是价值型/成长型股票的在当年年初时的市值; r_i 是第*i*种价值型(成长型)股票的收益率。

在计算股票的收益率时我们均经过除权处理, t 代表年/半年/两个月等不同时间段, r_{it} 代表第*i*种股票在不同时间段的收益率。考虑现金红利的个股收益率的计算由下面的公式给出:

$$r_{it} = \frac{P_{it}(1 + F_{it} + S_{it}) + C_{it} + D_{it}}{P_{i,t-1} + C_{it} + S_{it} + K_{it}} - 1$$

其中:

P_{it} :股票*i*在*t*日的收盘价;

$D_{i,t}$:股票*i*在*t-1*日到*t*日的每股现金分红;

$F_{i,t}$:股票*i*在*t-1*日到*t*日的每股红股数;

S_{it} :股票*i*在*t-1*日到*t*日的每股配股数;

$K_{i,t}$:股票*i*在*t-1*日到*t*日的每股配股价;

$C_{n,t}$:股票*n*在*t-1*日到*t*日的每股拆细数。

三、实证结果和分析

1. 价值型/成长型股票的国内外统计结果

为了研究价值成长效应我们首先要计算我国证券市场价值型和成长型股票的一些统计特征。在表1和表2中我们分别对价值型和成长型股票计算他们每年的平均E/P比和平均B/P比的统计特征,最后把它们与整个市场全部股票的平均E/P比和平均B/P比进行比较。最后把按我们的原则入选的价值型/成长型股票的家数列在表中。

表1 按E/P比的价值型——成长型股票历年年度年初时的平均E/P比统计

	成长型股票 平均E/P比	价值型股票 平均E/P比	所有股票 平均E/P比	所选股票家数
1994	0.02	0.05	0.03	50
1995	0.02	0.08	0.05	84
1996	0.00	0.10	0.05	92
1997	-0.01	0.04	0.02	153
1998	-0.01	0.04	0.02	214
1999	-0.03	0.04	0.01	248
2000	-0.02	0.04	0.01	275
平均	0.00	0.06	0.03	

从表1中可以看出从1994年以来我国证券市场所有股票的平均E/P比基本上呈下降趋势,无论是所有股票的平均E/P比还是价值型/成长型股票的平均E/P比都小于0.1,而

且从 1997 年以来都小于 0.05,这明显低于国外较为成熟的证券市场 0.1 的平均 E/P 比水平。另外我们把海外 13 个市场的平均 B/P 比以及价值型股票和成长型股票的平均 B/P 比放在表 3 中,可以看到我国证券市场上市公司与国外主要市场之间存在着差异。虽然平均 B/P 比的下降趋势不明显,但与国外的数据相比,我国上市公司平均 B/P 比偏低。7 年来平均 B/P 比只有 0.33,低于我们统计的 13 个国家的平均,甚至低于其中 10 个国家成长型股票的 B/P 比。即使是价值型股票的平均 B/P 比也低于大多数海外市场的全部股票的平均 B/P 比。从上面的统计数据可以看出由于我们定义价值型(成长型)股票时都是按市场相对的 E/P 比和 B/P 比指标较高(较低)来定义的,因此从绝对的数值意义上说我国证券市场价值型和成长型股票与国外的还是存在很大差异。

表 2 按 B/P 比的价值型——成长型股票历年年初时的平均 B/P 比

	成长型股票 平均 B/P 比	价值型股票 平均 B/P 比	所有股票 平均 B/P 比	所选股票家数
1994	0.16	0.46	0.26	50
1995	0.21	0.68	0.43	84
1996	0.30	0.87	0.56	92
1997	0.17	0.41	0.28	153
1998	0.15	0.39	0.26	214
1999	0.15	0.44	0.28	248
2000	0.11	0.42	0.26	275
平均	0.18	0.52	0.33	

表 3 各国(地区)证券市场股票的平均 B/P 比统计*

	US	JP	UK	FR	GM	IT	NL	BE	SZ	SD	AS	HK	SG
全市场	0.78	0.43	0.82	0.98	0.62	0.98	1.13	0.98	0.82	0.86	0.82	0.64	0.55
价值型	1.63	0.70	1.64	2.26	0.88	2.12	2.56	1.90	1.98	1.82	1.74	1.50	1.06
成长型	0.40	0.26	0.41	0.35	0.30	0.34	0.66	0.60	0.42	0.44	0.47	0.26	0.34

说明:US - 美国;JP - 日本;UK - 英国;FR - 法国;GM - 德国;IT - 意大利;NL - 荷兰;BE - 比利时;SZ - 瑞士;SD - 瑞典;AS - 澳大利亚;HK - 中国香港;SG - 新加坡。

2. 价值成长效应的实证分析

(1) 我们首先按照 E/P 比定义的价值成长型股票选取当年度的价值成长型股票的投资组合,计算出两类股票的按每一股票的市值加权的年度收益率。结果放在表 4 中。

表 4 按 E/P 比的价值型——成长型股票历年平均年度收益率与上证指数的对比

	成长型股票 投资组合年 收益率	价值型股票 投资组合年 收益率	收益率之差	同期上证指 数年收益率
1994	- 0.4051	- 0.6001	- 0.1950	- 0.2243
1995	- 0.1423	- 0.1455	- 0.0032	- 0.1362
1996	0.8420	1.4986	0.6566	0.6455
1997	0.0164	0.0774	0.0610	0.3456
1998	- 0.0365	- 0.1765	- 0.1400	- 0.0845
1999	0.1266	0.0230	- 0.1036	0.2926
2000	0.6728	0.5579	- 0.1149	0.4508
平均	0.1534	0.1764	0.0230	0.1842

我们对两类股票的年收益率进行独立样本的 T 检验,检验结果见下表。

独立样本 T 检验

方差齐次性检验	均值相同的 T 检验					
	显著性水平	显著性水平(双尾)	均值之差	标准误差	95% 置信区间	
					Lower	Upper
方差齐次性	0.463	0.942	2.299E-02	0.3069	- 0.6488	0.6918

(2) 我们把按 B/P 比选出的价值型/成长型股票组成价值型和成长型股票投资组合,按每一股票的市值加权计算出当年的年度收益率放在表 5。

表 5 按 B/P 比的价值型——成长型股票历年的平均年度收益率与上证指数的对比

	成长型股票 投资组合年 收益率	价值型股票 投资组合年 收益率	收益率之差	同期上证指 数年收益率
1994	- 0.4341	- 0.4988	- 0.0647	- 0.2243
1995	- 0.233	- 0.1773	0.0557	- 0.1362
1996	0.8572	1.1998	0.3426	0.6455
1997	0.0871	- 0.0857	- 0.1728	0.3456
1998	- 0.1536	- 0.1367	0.0169	- 0.0845
1999	0.1161	0.0158	- 0.1003	0.2926
2000	0.5096	0.6425	0.1329	0.4508
平均	0.1070	0.1371	0.030043	0.1842

我们对两类股票的年收益率也进行独立样本的 T 检验,检验结果见下表。

独立样本 T- 检验

Levene 的 方差齐次性检验	均值相等的 t- 检验				
	显著性水平	显著性水平(双尾)	均值之差	均值之差的 95% 置信区间	
				下界	上界
等方差假设	0.477	0.916	- 3.0043E-02	- 0.6342	0.5741

我们把价值型和成长型股票的年度收益情况进行了比较和独立样本 T- 检验,发现这两类股票的平均收益之差只有 2~3 个百分点,而且无论是按 E/P 比还是按 B/P 比划分的价值型和成长型股票,如果比较这两类股票的年度收益,T- 检验的结果都是不显著。考虑到我国证券市场上市公司的业绩通常不具有长期的持续性,在 2001 年以前,经常会出现年报是业绩不错的公司到了中报出来时就可能大幅亏损,而年报亏损的公司也可能到中报时就扭亏为盈,业绩大幅上升。因此我们认为在研究我国证券市场的价值成长效应时应考虑到我国证券市场的特殊情况,检验的时间周期要比国外的短,因此我们又统计了价值型和成长型股票半年度的收益情况。

表 6 按 E/P 比组成的价值型和成长型股票的半年度收益率

	成长型股票 投资组合半 年收益率	价值型股票 投资组合半 年收益率	收益率之差	同期上证指 数年收益率
1994	- 0.4004	- 0.4514	- 0.0510	- 0.2243
1995	- 0.0406	- 0.0609	- 0.0203	- 0.1362
1996	0.2030	1.1335	0.9305	0.6455
1997	0.1238	0.8183	0.6945	0.3456
1998	0.1701	0.1656	- 0.0045	- 0.0845
1999	0.3524	0.5636	0.2112	0.2926
2000	0.4163	0.4566	0.0403	0.4508
平均	0.1178	0.3750	0.2572	0.1842

独立样本 T- 检验

	Levene 方差齐次性检验		均值相等的 T- 检验		
	显著性水平	显著性水平(双尾)	均值之差	95 % 的置信区间	
				下界	上界
等方差假设	0.099	0.281	- 0.2572	- 0.7535	0.2390
不等方差假设		0.288	- 0.2572	- 0.7733	0.2588

表 7 按 B/P 比组成的价值型和成长型股票的半年度收益率

	成长型股票投资组合半年收益率	价值型股票投资组合半年收益率		
1994	- 0.3972	- 0.4744	- 0.0772	- 0.2243
1995	- 0.0006	- 0.08	- 0.0794	- 0.1362
1996	0.9439	0.6099	- 0.334	0.6455
1997	0.538	0.2181	- 0.3199	0.3456
1998	0.0608	0.1411	0.0803	- 0.0845
1999	0.532	0.4448	- 0.0872	0.2926
2000	0.3645	0.4468	0.0823	0.4508
	0.2916	0.18661	- 0.1050	0.1842

独立样本 T- 检验

	Levene 方差齐次性检验		均值相等的 T- 检验		
	显著性水平	显著性水平(双尾)	均值之差	95 % 的置信区间	
				下界	上界
等方差假设	0.099	0.281	- 0.2572	- 0.7535	0.2390
不等方差假设		0.288	- 0.2572	- 0.7733	0.2588

考察表 4 和表 6,当考察价值成长效应的时间周期缩短到半年时两类股票收益之差明显增大,按 E/P 比划分的价值型股票 7 年间的平均收益要高于成长型股票 25 个百分点,这个差别比按年度统计的收益之差(2%)大得多,而且 T- 检验的显著性水平也有了显著的增加。不能接受两类股票收益是没有差别的概率从 5%左右上升到 70%左右。但是仔细比较一下产生差异的具体年份就会发现在 7 年间只有 1996 和 1997 年按 E/P 划分的价值型和成长型股票的半年度收益之差大于 25%,其余年份之间的差距不明显。回顾一下中国证券市场的历史就会发现在 1996 和 1997 年度确实炒作过绩优股板块这一概念,使得那两年的价值成长效应显著,但在大部分年份价值型股票并没有明显胜过成长型股票。

而按 B/P 比划分的价值型和成长型股票时就会发现虽然考察的时间周期缩短到半年,但并没有出现按 E/P 指标来划分时的情形,相反价值型股票 7 年间的平均收益反而低于成长型股票 10 个百分点,显著性水平也大大增加。

这说明考察的时间周期缩短后虽然价值成长效应的显著性都有很大的提高,但 T- 检验的结果还是不能支持我国证券市场存在价值成长效应的结论。另外按 E/P 比和按 B/P 比划分的价值型/成长型股票出现效应方向相反,这一现象与国外的情况往往不同,也说明了在我国证券市场 E/P 指标和 B/P 指标是不一致的。以 1996 年为例,按照 B/P 比划分的价值型股票中与按 E/P 比划分的价值型中相同的只占到价值型股票的 30%,其余 70%的都不一样。这样在中国证券市场就会出现究竟是什么样的股票才是价值型股票的疑问,投资者根据上市公司的基本面信息不能做出一致的判断。

从上面的分析可以看到虽然价值成长效应在很多证券

市场都是普遍存在的一种现象,但在中国证券市场的实证分析却给了我们一个意外的结果。不仅价值成长效应不存在而且按照不同指标划分的价值型/成长型股票本身也很不一样。

3. 股票收益的可预测性

对于中国证券市场股票价格形成的理论和实证研究,近年来国内一些学者陆续做了研究。对 CAPM 模型的最近一些研究主要包括陈浪南、屈文洲(2000),靳云汇、刘霖(2001)等。整体来说 CAPM 模型的适用性不强,而用股票的一些基本方面来解释股票收益往往效果要好,其中主要引用 Fama 和 French 三因素模型的是陈信元、张田余和陈冬华(2001)对股票收益进行横截面多因素分析的实证研究。发现我国股票的规模、B/P 比这两个指标对股票的收益具有显著的解释能力,但市盈率和帐面财务杠杆等并没有显著的解释作用。而我们对价值成长效应的实证研究表明不仅市盈率指标,就是 B/P 指标对股票收益也没有显著的预测作用。那么 B/P 比的预测作用是否显著为什么会不同的回答?我们认为主要在于研究的时间段和采用的数据不同。陈信元等研究的时间为 1996 年 7 月 1 日到 1999 年 6 月 30 日的数据,使用的收益是周收益。从表 4 和表 6 的统计可以看出,如果我们把统计的时间段也取为 1996 到 1999 年,那么价值型与成长型股票的平均年收益之差也会从 0.023 上升到 0.474,平均半年收益之差也会从 0.257 上升到 1.83。也就是如果仅考虑 1996 到 1999 年度,不管是从平均年收益还是半年收益的价值成长效应均显著,股票收益也都具有可预测性。但把考察的时间段放大,从 1994 到 2000 年度,则这个结论并不显著。所以本文的实证结果虽然没有得到我国证券市场股票价格收益具有可预测性的肯定答案,但并不是就承认中国证券市场是有效的,而是说明本文不能通过股票收益的可预测性来否定我国证券市场的有效性。

4. 过度反应

国外的实证研究认为出现价值成长效应有可能是由于投资者对基本面信息的过度反应,那么我们也考察一下我国证券市场投资者对基本面信息的反应。我国证券市场上市公司的年报信息通常是从 3 月初开始公布,到 3 月 31 日截止。由于年报公布的信息分散在这一段时间内,因此我们考察投资者对年报信息的反应时采用的数据为各个股票在信息公布和公布后一个月内的收益情况,也就是价值/成长型股票在每年 3、4 两月的平均收益情况。

表 8 按 E/P 比划分的价值型/成长型股票的 3、4 两月的收益率

	成长型股票投资组合 3、4 月收益率	价值型股票投资组合 3、4 月收益率	两类股票收益之差	同期上证指数收益率
1994	- 0.1468	- 0.2296	- 0.0828	- 0.1759
1995	- 0.0026	- 0.0228	- 0.0202	0.0047
1996	0.1602	0.3552	0.195	0.2582
1997	0.0743	0.5035	0.4292	0.2764
1998	0.1507	0.1391	- 0.0116	0.1035
1999	0.0389	0.0387	- 0.0002	- 0.0328
2000	0.1478	0.0935	- 0.0543	0.0699
平均	0.0604	0.1254	0.0650	0.0720

独立样本 T- 检验

	Levene 方差齐次性检验		均值相等的 T- 检验		
	显著性水平	显著性水平(双尾)	均值之差	95%的置信区间	
				下界	上界
等方差假设	0.148	0.531	- 6.5014E- 02	- 0.2844	0.1544
不等方差假设		0.536	- 6.5014E- 02	- 0.2953	0.1653

表 9 按 B/P 比划分的价值型/成长型股票的 3、4 两月的收益率

	成长型股票投资组合 3、4 月收益率	价值型股票投资组合 3、4 月收益率	两类股票收益之差	同期上证指数收益率
1994	- 0.1528	- 0.2464	- 0.0936	- 0.1760
1995	0.0297	- 0.0275	- 0.0572	0.0047
1996	0.3323	0.2285	- 0.1038	0.2582
1997	0.3673	0.2135	- 0.1538	0.2764
1998	0.1160	0.1208	0.0048	0.1035
1999	0.0453	0.0568	0.0115	- 0.0328
2000	0.0669	0.1663	0.0994	0.0699
平均	0.1150	0.0731	- 0.04181	0.0720

独立样本 T- 检验

	Levene 方差齐次性检验		均值相等的 T- 检验		
	显著性水平	显著性水平(双尾)	均值之差	95%的置信区间	
				下界	上界
等方差假设	0.863	0.661	4.181E- 02	- 0.1611	0.2447
不等方差假设		0.662	4.181E- 02	- 0.1613	0.2449

从表 8 和表 9 的统计结果以及相应的 T- 检验结果可以看出,在上市公司公布年报后的两个月内价值型和成长型股票的收益并没有显著的差异,也就是投资者并不认为较高的基本面指标会带来较高的未来收益,更不要说是过度反应。这个实证结果虽然与国外市场的情况截然不同,但却是我国证券市场的实际反映。由于我国证券市场上市公司普遍存在的一个很大问题就是上市公司业绩的可持续性,造成投资者对上市公司业绩的可持续性存有疑虑,因此对基本面数据的持续性也存在疑虑,这样那些价值型股票的收益情况和成长型股票之间的差距也就不会拉开。

四、结论

根据前面的实证分析和数据结果,我们可以得到关于我国证券市场和投资者行为的一些结论。

首先,价值成长效应在我国证券市场目前基本不存在。这个结果与我们的预期是不一致的,为什么国际市场普遍存在的现象在我国却不存在呢?我们认为原因是我国证券市场的特殊性以及相应产生的投资者行为造成的。

(1)我国证券市场本身与国外证券市场存在较大的差异,整体 E/P 比、B/P 比指标偏低,2001 年以前整个市场的价值中枢偏高。虽然与国外的研究相同,我们的价值型股票是按照 E/P 比或 B/P 比排名选取其中前 30% 的股票构成,但由于我国股票整体市盈率过高(B/P 比偏低)使得价值型股票只是相对国内市场其他股票称为价值型,而绝对意义上基本失去了价值型股票的实质含义。

(2)在中国证券市场投资者对价值型/成长型股票不能得到清晰的判断,往往会出现上市公司各个基本面信息不一

致的现象。这导致投资者无法相信公告的某些基本面数据,对价值型/成长型股票无法得到一致的认可。

(3)我国证券市场上市公司的业绩不具有持续性。从分析周期越短的数据会得到价值效应越肯定的结论反映了上市公司业绩的不持续性,而业绩的不持续也造成投资者对价值型/成长型股票的认同度不高,无法产生显著的业绩预期之差。

其次,我国证券市场上市公司的基本面对股票价格收益没有显著的预测作用。这与现有的一些研究结果有差异,原因在于考察的时间阶段不同,当考察的时间区间缩短为 1996 到 1999 年时,价值型和成长型股票的平均收益之差才是显著的。

最后,我国证券市场的投资者对公告中的基本面信息并不存在过度反应。很多研究也证实了我国证券市场投资者对公告的信息会产生不同反应,最影响投资者判断的可能是年报中的其他信息,而不是 E/P 比这样的基本面信息。

通过前文的分析和结论给我们带来了一些启示那就是我国证券市场存在着特殊性。无论是从证券市场的上市公司本身还是从投资者的投资行为都与国际证券市场存在着差异,因此我们无论是在做我国证券市场的实际工作还是在做理论研究,都要充分考虑到我国证券市场的实际情况,不能照搬照抄国外的理论和方法。这也是为什么价值型投资在国外能得到良好的投资回报,而 2001 年以前在我国证券市场价值型投资不能得到一致良好业绩的原因所在。

参考文献:

1. Black, F., 1993. Beta and Return, *Journal of Portfolio Management*, 20: 8 ~ 18.
2. Fama, E. F. and French, K. R., 1992. The Cross Section of Expected Stock Returns. *Journal of Finance*, 47: 427 ~ 465.
3. Fama, E. F. and French, K. R., 1996. Multifactor Explanation of Asset Pricing Anomalies. *Journal of Finance*, 51: 55 ~ 84.
4. Fama, E. F. and French, K. R., 1993. Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds. *Journal of Financial Economics*, Vol. 33, pp. 3 ~ 56.
5. Fama, E. F. and French, K. R., 1998. Value versus Growth: The International Evidence. *Journal of Finance* 53: 1975 ~ 1999.
6. Jaffe, J., Donald, B. K and Randolph, W., 1989. Earning Yields, Market Values, and Stock Returns. *Journal of Finance* 44, 135 ~ 148.
7. Haugen, R., 1995. *The New Finance: The Case Against Efficient Markets*. Prentice Hall, Englewood Cliffs, N. J. .
8. Lakonishok, J., Andrei S. and Robert, W. V., 1994. Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk. *Journal of Finance* 49: 1541 ~ 1578.
9. Rouwenhorst, K. G., 1999. Local Return Factors and Turnover in Emerging Stock Markets. *Journal of Finance* 54: 1439 ~ 1464.
10. 陈信元、张田余、陈冬华:《预期股票收益的横截面多因素分析:来自中国证券市场的检验证据》,载《金融研究》,2001(6)。
11. 陈浪南、屈文洲:《资本资产定价模型的实证研究》,载《经济研究》,2000(4)。
12. 靳云汇、刘霖:《中国股票市场 CAPM 的实证研究》,载《金融研究》,2001(7)。

(作者单位:广州证券博士后工作站 广州 510075
长盛基金管理公司 广州 510075)
(责任编辑:N)