价值投资策略在中国证券市场的有效性分析

王 竞

（中南财经政法大学新华金融保险学院 武汉 430074）

【摘要】在世界金融危机全面蔓延的背景下，中国证券市场的泡沫逐渐破灭，许多散户和机构投资者损失惨重。随着市场的理性回归，人们的投资理念也开始发生转变，股票的内在价值受到越来越高的重视。本文以深证300指数股为样本，对2006～2008年观察期内上市公司主要财务指标与股票价格之间相关性和影响程度进行分析，研究价值投资在中国证券市场的有效性。

【关键词】价值投资 股票价格 市场有效性

目前，国内外涉及价值投资的研究主要集中在以下三个领域：市场有效性的研究、股票内在价值的决定及评估和价值投资的实证研究。由于中国证券市场的建设远远落后于美国等发达国家，因此我国学者大多数是借用国外理论模型对国内股票市场进行价值投资的适用性分析。虽然研究很多，但结论却不能达成一致，对于中国股票市场的价值投资意义存在与否有较大分歧。如王孝德和彭艳（2003）的《价值投资策略：国际经验与中国实证》一文中，采用Fama和French的投资组合方式对中国股市进行检验，认为价值投资策略获得的超额收益率不能由市场风险因素解释，中国股票市场现有的数据尚不足以验证投资者对价值股的增长率预期是否正确。但也有学者认为中国股票市场正在逐步完善的过程中，价值投资的功能渐渐明朗。

本文从价值投资策略的基本概念入手，借助对上市公司财务指标的分析，通过具体数据解答中国股票市场是否存在价值投资的问题。

一、实证分析

1. 理论基础。目前在中国股票市场中，普遍认为影响股票内在价值的因素有三个：基本面因素、技术面因素和题材面因素。其中，基本面因素主要包含国内外经济形势、国家政策动向、行业发展前景、上市公司经营业绩等。价值投资策略认为技术面因素和题材面因素不是股票内在价值的决定因素，对股票价格的影响只是短期行为，股票的长期走势只与公司价值有关。因此，对股票的研究应集中在内在价值的研究上，即重点分析基本面因素。

本文即以国内普遍认同的基本面量化指标对上市公司的股票内在价值进行考察，具体过程为：①以股票价格为因变量，以股票基本面量化指标为自变量，运用SPSS16.0软件进行多元线性回归分析。②观察输出模型中各自变量的标准化回归系数和回归方程调整后的可决系数R^2，了解各解释变量对股票价格解释能力的强弱，以及整个回归模型对股票价格解释水平的高低。③通过对不同年份各个指标的回归系数进行纵向比较，分析随着证券市场的发展股票内在价值对股票价格解释能力的变化，从而对价值投资在中国股票市场的表现做出判断。

2. 数据筛选。各个基本面量化指标如下：①盈利能力指标，包括每股收益、净资产收益率、总资产收益率；②偿债能力指标，包括流动比率、权益乘数；③营运能力指标，包括总资产周转率、存货周转率、应收账款周转率；④成长能力指标，包括总资产增长率、营业收入增长率、营业利润增长率；⑤股本扩张能力，包括每股净资产、每股公积金（每股公积金=每股资本公积+每股盈余公积）、每股未分配利润。由于我国上市公司年报的法定公布期间为次年的1月1日到4月30日，因此考虑到股票价格对财务信息反应的提前和滞后效应，本文股票价格取样本数据年之后一年该区间的日平均价。

3. 实证分析。本文所有数据均来自巨灵金融服务系统，选择深证300指数股作为样本数据。考虑到盈利能力太低的上市公司价值投资意义不大，且利润太低的情况下，以每股收益为参考指标将失去意义，所以为了避免非正常值的出现影响实证结果，选择的条件是每股收益大于或等于0.1，并剔除了数据不完整的上市公司。筛选出的股票为2006年182只、2007年219只、2008年203只，共计总体样本数604只。

（1）样本期内每年基本面量化指标与股票价格相关性分析。首先通过SPSS16.0求出2006～2008年每年基本面量化指标与对应年份的股票价格之间的Pearson相关系数，结果如表1所示。将与股票价格存在显著相关关系的指标纳入多元模型的自变量，剔除与股票价格相关关系微弱以及不显著的指标，从而为下步每年的多元回归分析做准备。其中，保留下来的指标的相关系数均通过0.05水平上的显著性检验（双尾）。再次，考虑到每股收益为每股净资产和净资产收益率之乘积，三者之间存在明显的线性关系，为了避免回归时出现自相关，特将净资产收益率去掉。另外鉴于流动比率在投资决策中通常作为风险控制因素，与股票价格之间存在非线性关系，此处也将其剔除。

表1 2006~2008年基本面量化指标与股票价格Pearson相关系数

项目	年份	2006	2007	2008
盈利能力	每股收益	0.673	0.078	0.631
	净资产收益率	0.278	0.558	0.475
	总资产收益率	0.474	0.480	0.497
偿债能力	流动比率	0.083	0.095	0.174
	权益乘数	-0.078	-0.103	-0.122
营运能力	总资产周转率	0.101	0.078	0.207
	存货周转率	-0.066	-0.067	0.005
	应收账款周转率	-0.051	0.113	-0.024
成长能力	总资产增长率	0.216	0.521	0.169
	营业收入增长率	0.095	0.224	0.324
	营业利润增长率	0.027	-0.019	0.179
股本扩张能力	每股净资产	0.561	0.540	0.522
	每股公积金	0.479	0.363	0.377
	每股未分配利润	0.521	0.609	0.482

各年指标归纳如下:2006年的自变量为每股收益、总资产收益率、总资产增长率、每股净资产、每股公积金、每股未分配利润;2007年自变量为每股收益、总资产收益率、总资产增长率、营业收入增长率、每股净资产、每股公积金、每股未分配利润;2008年自变量为每股收益、总资产收益率、总资产周转率、总资产增长率、营业收入增长率、营业利润增长率、每股净资产、每股公积金、每股未分配利润。

(2)筛选后的量化指标对股票价格贡献度分析。本文分别以2006~2008年三组样本数据为分析对象,利用Stepwise的输入方法进行了三次多元回归分析,得到三组输出结果。其中,我们主要观察标准化系数和回归方程调整后的可决系数。标准化系数表示量化指标每变动一个标准差对股票价格的影响大小。该指标克服了因各指标的量纲不同而难以比较影响程度的问题。其绝对值越大,表示该指标对股票价格的解释能力越强。回归方程调整后的可决系数代表所有指标对股票价格的总体解释能力。可决系数越高,代表该模型对股票价格的解释能力越强,即股票价格的变动更大程度上反映了基本面因素的变化,理性的投资越多。样本期间回归结果如表2所示。

表2 2006~2008年各组多元回归分析统计结果

		每股收益	总资产收益率	总资产增长率	营业收入增长率	营业利润增长率	每股净资产	每股公积金
2006年	标准化系数	0.265	0.261	-	-	-	0.363	-
	t值	2.359	3.021	-	-	-	4.308	-
	调整R^2	0.498						
2007年	标准化系数	0.518	0.143	0.344	0.112	-	-	-
	t值	8.664	2.535	6.622		-	-	-
	调整R^2	0.582						
2008年	标准化系数	0.391	0.287	-	0.164	-0.201	-	0.251
	t值	4.688	3.515	-	2.843	-3.238	-	4.206
	调整R^2	0.489						

二、结论

1.回归分析解读。每股收益在观察期内年年进入了回归模型,对股票价格的解释能力也常居同年榜首,说明上市公司的盈利能力得到较大关注。每股收益和总资产收益率一直存在于回归模型中,表明投资者对决定股票内在价值的基本面因素关注越来越多,价值投资理念逐步被投资者接受。营业利润增长率在2008年进入模型,表明投资者开始关注上市公司的成长性,进一步说明投资者对决定内在价值的基本面因素考虑得更全面深入。

每股净资产在2007年和2008年退出模型,表明市场对风险的关注程度有所减弱。每股净资产可以解释为上市公司在破产的情况下,投资人持有的每股股票的价值。它的存在作为风险测度的重要基本面因素之一,逐步被市场认同,说明市场对股票的关注不仅停留在收益上,也对风险给予了高度重视,是市场趋于理性的表现。但对前两年的统计回归分析发现,每股净资产指标缺失。这也许是因为2007年火爆的股票市场激发了投资者的惯性思维,降低了对风险的警惕。

随着时间的推移,进入模型的解释变量逐渐增多,说明投资人对基本面的分析更全面。从回归分析中可以看到,投资者开始通过更多的指标,从不同角度全面地观察股票的内在价值,市场有向以价值投资为主导的理性投资过渡的趋势。同时,可决系数的反复变化说明在中国股票市场中,基本面因素对股票价格的解释能力增强,但不够稳定。例如2008年可决系数的下降说明,一旦外部经济环境发生变化,投资者易出现非理性行为,导致非价值因素重新占据上风。

2.价值投资是中国股票市场的长期发展方向。中国股票市场还属于新兴市场,仍处于非有效市场向弱式有效市场转变的时期,在一定程度上具有价值投资的意义,但应用该策略获得的收益并不稳定。经过股权分置改革等一系列市场完善措施的实施,随着上市公司质量的不断提高,价值投资必将成为主流策略。

在外部经济环境恶化、全球证券市场遇冷的情况下,价值投资当成为中国稳定证券市场、应对价格泡沫的良方。由于价值投资者看重的是上市公司的质量,他们通过市场价格与基本价值的暂时偏离获得超额收益,因此在此非常时期,价值投资值得提倡,它对重塑市场信心、调整股票市场具有特别重要的意义。

主要参考文献

1.王孝德,彭艳.价值投资策略:国际经验与中国实证.证券时报,2003-05-19

2.刘煌松.股票内在投资价值理论与中国股市泡沫问题.经济研究,2005;2

3.徐莉,王静.价值投资中国股票市场实证分析.上海管理科学,2006;6

4.Fama.Efficient Capital Markets:A Review of Theory and Empirical Work.Journal of Finance,1970;5

5.Fama,French.Value versus Growth:The International Evidence.Journal of Finance,1998;12