

# 沪市小盘股效应分析

何承丽 瞿海华

(四川大学工商管理学院 成都 610064)

**【摘要】**许多研究已经证实小盘股效应在金融市场上普遍存在。本文首先回顾了国内外学者对小盘股效应研究取得的成果,然后从沪市随机选取40只股票,并对其在2007~2009年的收益率进行实证研究,讨论这三个时期沪市是否存在小盘股效应,并从行为金融学的角度对其产生原因进行分析。

**【关键词】**行为金融学 小盘股效应 股票市场 收益率

## 一、小盘股效应概述

小盘股就是发行在外的流通股份数额较小的股票,根据总股本和流通股本的规模来划分,小盘股可以分为三类:一是总股本和流通股本都比较小的小盘股,这被称为真正的小盘股;二是流通股本小但总股本大的小盘股,也就是所谓的假小盘股或暂时的小盘股;三是流通股本大但总股本较小的小盘股,通常被称为假大盘股。我国现阶段一般将总股本不超过一亿股的股票都称为小盘股。随着我国对限售股的解禁,各上市公司的流通股本和总股本趋于一致。

海大众和平安保险两个公司的员工持股便可以看出。

(2)权益直接相关者价值最大化理财目标可以有效避免财务冲突协调。传统的理财目标内部的出资者财务、经理人财务、债权人财务、员工财务等理财目标相互之间存在着利益冲突,为此,公司在决策和经营过程中必须时刻充分考虑各方的利益,由于牵涉到各方的理财目标较多,因而多数时候即便采取了大量措施也难以奏效,直接影响了公司经营的效率和效果。如果公司选择权益直接相关者的价值最大化作为理财目标,由于所有权与经营权从传统意义上的分离走向了一定程度上的统一,使得公司从决策的起点就考虑到了统一的目标设计,作为权益直接相关者利益集团中的每一个成员都很清楚“一荣俱荣,一损俱损”的道理,这使得公司的整个经营过程因此变得高效率和高质量,公司可以由此极大地降低和减少内耗成本。

(3)权益直接相关者价值最大化理财目标可以促进公司治理结构和模式的改革。在权益直接相关者价值最大化的理财目标下,我们不得不认真对待的是如何在各权益直接相关者之间分配企业价值,并使得各自的价值最大化。要想解决好这个问题,自然要看在权益直接相关者这个利益集团中各自的谈判实力和分量。股东、债权人、经理人和员工都会首先看到自己的重要性而忽视其他各方的重要性,这种观念自然无法维持公司的高效运转,自然会落得一损俱损的结局。因此,要想最终实现多赢,必须改革当前的公司治理结构和治理模

小盘股效应又称规模效应、公司效应,是指投资于小市值股票所获收益比大市值股票收益高的金融现象。最先发现这一金融异象的是美国学者Banz。1981年,Banz以纽约证券交易所的全部股票为样本,对这些股票1931~1975年间的月收益进行了研究,发现市值最小的10%的股票比市值最大的10%的股票的年平均收益要高,这种股票市场异象被命名为小盘股效应。

从小盘股效应被发现以来,众多学者对此进行了大量的实证研究,Siegel(1998)研究了纽约证券交易所1926~1996年

式,成立一个由股东、债权人、经理人和员工四方组成的共同治理委员会,在公司重大战略决策和年度初期制定公司经营方案时就可以初步制定利益分配方案,在执行过程中要充分考虑政治、经济、社会及公司自身等形势的变化随之带来的经营效果的变化。为充分应对各种理财风险,公司还要制定备用方案或者调整方案。以上这些方案的制定与执行从根本上反映了股东、债权人、经理人和员工之间的利益诉求意识和利益博弈能力,也最终决定了公司的长远发展潜力和未来走势。

综上所述,公司理财目标经历的六个发展阶段虽然各自都有一定的优点,但是都不能适应现代公司发展的要求。从现代公司契约理论和产权理论角度来看,现代公司只有首先保证与公司权益有直接关系的股东、债权人、经理人和员工的投资回报价值最大化,才能为未来高质量可持续发展提供最基本的物力资本和人力资本保障。因此,当前现代公司以权益直接相关者价值最大化作为理财目标更为适宜。

## 主要参考文献

1. 李晶晶.浅谈公司理财目标之选择.中国商界,2009;9
2. 张惠宏.论财务管理的目标——经济增加值最大化.冶金财会,2010;1
3. 张茂燕.从企业财务目标的演进论最佳财务目标的选择.统计与决策,2005;10
4. 刘利,干胜道.利益相关者理论在我国的研究进展.云南财贸学院学报,2009;2

的股票数据,发现其间小盘股的年收益要高于大盘股年收益4%。其他一些学者也分别对澳大利亚、加拿大、墨西哥等地的金融市场进行了“小盘股效应研究”,均发现规模变量对超额收益率有显著影响。以上这些学者的研究成果证明小盘股效应在各个金融市场上普遍存在。

我国的行为金融学相对于资本主义国家发展较晚,相应的研究也比较少。随着我国股票市场的不断发展,一些金融异象逐渐在股票市场被发现,越来越多的学者投入到这些异象的研究中来。

本文选取上海证券交易所上市的具有代表性的大盘股与小盘股各20只,以其为样本,对2007年1月至2009年12月的样本数据进行实证分析,以检验沪市上是否存在小盘股效应。如果存在小盘股效应,则试图从行为金融学的角度分析其产生的原因。

## 二、研究方法

**1. 样本选择和数据来源。**本文以2007年以前在沪市上市的40只A股股票作为研究对象,大盘股和小盘股各20只,每只股票都是从股市各个板块中随机抽取。

研究的区间为2007年1月1日至2009年12月31日。选择这个区间是因为这三年的数据最能说明中国股市的现状。而且,这三年具有明显的分段特征,2007年是中国股市处于快速上升阶段,上证A股指数从1000多点上升到最高的6000多点。而2008年,中国股市进入熊市,上证A股指数一路下滑到1000多点,许多投资者血本无归。在2009年,中国股市有所回暖,在这段时期,股市无太大波动,指数开始缓慢回升到3000多点。这三个时期,大致可以分别代表股票市场繁荣、萧条、回暖三个阶段,在证明小盘股效应上具有广泛适用性。

在具体股票种类的选择上,涵盖银行、房地产、煤炭石油、钢铁、商业连锁、交通设施、酿酒食品、电子、机械、通讯等多个行业,覆盖面较广,数据更具有说服力。

本文数据来源于大智慧证券信息软件,国泰安数据库,并借助于Excel表格程序计算。

### 2. 方法设计。

(1)计算各样本的实际月收益率与平均月收益率。

$$R_{int} = (P_{int} - P_{in(t-1)} + D_{int}) / P_{in(t-1)} \quad (i=1, 2, \dots, 40; n=2007, 2008, 2009)$$

其中, $R_{int}$ 为第*i*种股票在第*n*年第*t*个月的收益率, $P_{int}$ 为第*i*种股票在第*n*年第*t*个月的收盘价, $P_{in(t-1)}$ 为第*i*种股票在第*n*年第*t-1*个月的收盘价。 $D_{int}$ 为第*i*种股票在第*n*年第*t*个月的红利、股利收入。

$D_{int}$ =每股现金股利+ $P \times$ (送股比例+配股比例)-每股配股价 $\times$ 配股比例。

**表3**

年份	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	平均
2007	0.041436	0.034001	0.105138	0.206436	0.069868	-0.07031	0.170212	0.167253	0.063899	0.072486	-0.18187	0.080009	0.063213
2008	-0.1669	-0.00795	-0.20141	0.063464	-0.07033	-0.20308	0.014478	-0.13631	-0.04321	-0.24632	0.082353	-0.02691	-0.07851
2009	0.093284	0.046314	0.139405	0.0439405	0.059463	0.127422	0.152972	-0.21814	0.041863	0.077866	0.066576	0.025612	0.054717

各样本股票第*n*年的平均月收益率为:

$$\bar{R}_{int} = (\sum_{t=1}^{12} R_{int}) / 12$$

(2)计算每组平均月收益率。

$$\bar{R}_{pnj} = \sum_{i=1}^{20} W_i \bar{R}_{int} \quad (j=1, 2)$$

其中, $\bar{R}_{pnj}$ 为第*j*个组合在第*n*年的平均月收益率, $W_i$ 为第*i*种股票在第*j*个组合的权重。由于是等权组合,故 $W_i$ 等于5%。

(3)计算市场收益率。在实证研究中,常用股票市场指数代替市场组合,这里以上证综指收益率作为市场收益率。

$$R_{mnt} = (I_{nt} - I_{n(t-1)}) / I_{n(t-1)}$$

其中, $I_{nt}$ 为第*n*年第*t*个月上海股票市场收盘综合指数, $I_{n(t-1)}$ 为第*n*年第*t-1*个月上海股票市场综合收盘指数。

市场平均月收益率为:

$$\bar{R}_{mnt} = (\sum_{t=1}^{12} R_{mnt}) / 12$$

(4)计算无风险收益率。一般情况下将国库券的利率看做无风险收益率,在我国通常将银行存款收益率作为无风险收益率。则无风险月收益率为:

$$R_{snt} = (1 + i_{nt})^{1/12} - 1$$

其中, $i_{nt}$ 为第*n*年第*t*个月的活期存款利率。

无风险平均月收益率为  $\bar{R}_{snt} = (\sum_{t=1}^{12} R_{snt}) / 12$ , 由此可以计

算出2007~2009年的无风险平均月收益率分别为0.2641%、0.3177%、0.1856%。

### 3. 实证检验。

(1)计算样本股的规模。在这里我们以股票每年年初的总市值为股本规模。总市值由前一年最后一日的收盘价乘以公司的总股本求得。

**表1**

金额单位:万元

年份	2007	2008	2009
大盘股平均规模	5675387.904	12589242.655	6648433.801
小盘股平均规模	71900.256	169555.627	73139.050

从以上数据可以看出,大盘股组合的平均股本规模在2007~2009年分别是小盘股组合股本规模的78.9倍、74.2倍、90.9倍。

(2)样本每组各年的月平均收益率。

**表2**

年份	2007	2008	2009
大盘股	0.092179	-0.07177	0.069157
小盘股	0.092712	-0.05385	0.089195

(3)市场收益率。计算结果见表3。

(4)结论。在2007~2009年大盘股组合的平均月收益率分别为0.092179、-0.07177、0.069157,小盘股的平均月收益分别为0.092712、-0.05385、0.089195,小盘股比大盘股组合的平均收益率分别高出0.05%、1.79%、2.00%。由于这三年分别代表中国股市繁荣、萧条、回暖三个阶段,因此可以认为在上海证券市场上各个经济周期均存在小盘股效应。但是,小盘股强弱在各个经济周期存在差异,在大牛市小盘股效应较弱;在股市萧条时期小盘股效应较为明显;在股市缓慢回暖的过程中,小盘股效应最强。当然,仅通过以上数据得出这个结论还略显不足,但小盘股效应在沪市中存在是不容置疑的。

### 三、小盘股效应存在的原因

一般情况下,上市公司发行股票的规模与其资本资产规模密切相关,股本规模与公司规模成正比。公司规模越大,在行业中的地位也就越高,竞争力也就越强,收益也就越高。而小公司由于其资产等规模较小,在行业内竞争力往往相对弱小,因此公司收益也不会很高。如果按照这个说法,大盘股的收益率应该比小盘股的收益率高才符合传统的金融投资理论。但是,实证研究结果表明,小盘股效应是存在的。

1. 前景理论对小盘股效应的解释。前景理论是在期望效用理论遭到质疑后,由卡里曼和特维斯基提出的一种替代期望效用理论的模型框架。在一定程度上对个体与偏好的实验结果提供了合理的解释。前景理论的一个重要特征就是人们考虑的往往是财富的变化量而不是最终量。

上面我们已经提到,发行小盘股票的公司往往是一些小公司,根据销售增长率或者利润增长率的公式:销售增长率=(本期销售额-上期销售额)/上期销售额;利润增长率=(本期利润-上期利润)/上期利润。因此,当公司的销售额或者利润有所增加时,由于分母比较小,计算出的结果会相对比较高。

影响销售额和利润的原因有很多,这些数据并不能完全反映出公司的经营成果,更不能说明其发展潜力。经济周期、国家和地方政府的政策,甚至一些更为偶然的原因,都能导致销售增长率、利润增长率的提高。

但是,证券市场上的投资者获取的信息往往很有限,同时缺乏对信息足够的处理能力。在他们进行投资决策时往往会偏重自己能够获取的资料,并对这些信息赋予过高的权重。因此,销售增长率、利润增长率等数据易获得的信息成为这些投资者决策的依据。高的变化量让投资者觉得小公司的业绩更好,投资于小公司的股票能获取更多的利润,却忽视了这些公司本身的低起点。而那些大公司即使获取了比较高的收益,也会被其庞大的规模所掩盖。所以,投资者对变化量的过分关注,对公司起点的忽视,给小盘股价格的上涨提供了空间。

2. 投资者的过度自信心理导致小盘股效应。过度自信是指人们过高估计一系列事件发生的概率的现象。过度自信来源于人们的乐观主义。小公司的发展无非三个结果:一是做大做强,成为行业的佼佼者;二是被其他公司兼并或者收购;三是经营失败,勉强维持日常运作,最终难逃破产的命运。反映在股票价格上,如果公司发展良好,公司规模也会跟着扩大,良好的业绩必定会使股票价格上升。如果公司被其他公司并

购,股票价格上升快速且巨大。这是因为,上市公司的壳资源是极其珍贵的,许多想上市的公司都采用借壳上市的方法,这种方式需要收购被兼并公司的股票,于是被收购公司的股票的需求量陡增,价格也随之快速上扬。这两点都成为投资者追捧小盘股的原因。

投资者投资某只小盘股,一定是觉得这只股票有上涨的可能,其实一般来说,小公司被其他公司收购的可能性是很小的,但是由于投资者过度自信心理的存在,他们总是高估自己所购股票被收购的概率。当某家公司被收购,其股票价格快速上涨,投资者对小盘股的热情将会高涨,更多的资金流入小盘股板块,推动小盘股交易活跃程度,股票价格也随之上涨,投资者坚信下一个被收购的公司就是自己投资的这家。

3. 中国股票市场不成熟造成小盘股效应。中国股票市场起步很晚,1990年国家才允许在有条件的大城市建立证券交易所,上交所、深交所于1990年12月先后营业。中国股票市场发展至今不过二十年。作为一个新兴市场,中国股票市场的发展还不成熟,股市的波动幅度大,暴涨暴跌的情形时常发生。

中国股市股票发行的市盈率都比较高,一旦新股发行,短期内就会有一个很大的上涨幅度,这种上涨与公司的业绩是没有关系的。而且,中国股市股票的价格往往比每股净资产高出很多,价格偏离了基本价值。国内投资者中存在着众多散户,由于我国股票市场在信息分布、信息加工和信息处理方面均存在很大的不足,投资者往往是不理性的,市场上充斥着大量的噪声交易。而且中国股票投资者缺乏对股票的正确理解,把买卖股票看做一种投机而非投资。由于自己专业知识的缺乏,在进行股票投资时会存在从众心理,并且容易迷信权威,股票价格也容易被庄家操纵。

小盘股的股本规模比较小,只需较少的资金便有可能操纵这些小盘股的价格,价格的巨幅波动是投机的前提条件。投机者的一个共同特点便是追逐风险,中国股市上的投资者往往都是出于投机目的购买股票。因此,他们更愿意投资小盘股股票,较大的风险带来较高的回报。在利益驱动下,许多资金便流进这个板块,从而进一步推高了小盘股股票的价格。

### 四、研究局限

本文在对沪市小盘股效应进行实证研究时只选取了40只股票,样本规模较小,而且研究的期间只有三年,时间偏短。在确定股本规模时,采用了总股本乘以流通A股的股价,但总股本中相当一部分属于限制流通股,以流通A股的价格来计算这部分股票的价值有众多不妥之处。本文只考虑了投资者心理因素的影响,而对于一些客观因素如经济周期、国家政策、交易成本等缺乏有效的分析。

### 主要参考文献

1. 易宪容,赵春明.行为金融学.北京:社会科学文献出版社,2004
2. 李心丹.行为金融学——理论及中国的证据.上海:上海三联书店,2004
3. 孔东明.中国股市异象研究:基于行为金融学视角.武汉:华中科技大学出版社,2008