

· 证券与投资 ·

基于价值投资的证券市场相关研究 和回归分析以及应对策略

赖晓聪, 陈 凡

(中国社会科学院 财贸所, 北京 102488)*

摘 要: 为了能够提高我国证券市场价值投资的应用水平, 对我国证券市场价值投资进行实证研究, 结果表明, 我国证券市场仍是一种新兴的证券市场, 处于由非有效市场向弱有效市场的转型中。随着上市公司质量的不断提升, 价值投资策略将成为证券市场的主流形式。

关键词: 证券市场价值投资; 实证分析; 应对策略

中图分类号: F830.593

文献标识码: A

文章编号: 1003-7217(2013)01-0026-04

一、引 言

我国证券投资基金价值投资的研究在理论上和实践上都具有非常大的意义。从理论上讲, 实证研究可以找出我国证券投资市场价值投资策略的发展趋势; 能够建立价值型股票的内在价值模型; 通过相关理论和我国股市发展过程中归纳出的经验来分析基本面因素对于股价变动的影响^[1]。从实践上看, 依据实证分析能够有效地验证我国证券投资基金市场价值投资策略的应用效果; 相关性计量分析的结果为价值投资者利用价值投资策略进行证券投资时提供较好的价值评估参考。

随着社会经济的发展, 格雷厄姆所提出的三要素定价法已经和目前的基金市场不再适应。目前, 大多数人已经逐步认可了价值投资的基本理念, 人们普遍比较重视公司以后的盈利水平, 公司的账面价值, 现金分红以及未来的现金流情况, 这些逐步成为了基金内在价值的决定性因素^[2]。基于已有的理论及实践, 可以构建价值投资组合的基本依据, 主要包括账面价值/市场价值、分红/基金价格、盈利/基金价格以及现金流量/股票价格的比值, 由此可把基金划分为两大类, 一是具有较高账面价值的价值股, 另外一类是成长股, 主要包括比值较小的股票。根据价值投资理论, 证券投资者应该把价值股买入, 把成长股卖出, 此外, 价值投资理论认为价值投资策略能够超越市场, 其中被应用的最广泛的指标就是账面价值和市场价格比率(B/M), 并由此产生市盈率定价法等投资分析方法。

二、国内外研究进展

霍布内认为股票价格及其本质的价值具有一致的特点, 依据长期股票的股价变动的情况, 长期预期收益和资本还原率和股票的价值有着较大的联系。学者多纳认为, 股票价格一般而言和证券市场的供求关系是密切相关的, 然而股票价值通常情况下和公司的收益有密切的联系。虽然真正的股价波动情况和公司的收益改变状况有着明显的不一致性, 但是依据长远的视角来分析, 股价的变化与公司的收益以及利率都是密不可分的, 就是说, 随着股票价值的变化而变化。格雷厄姆以及多德同样进行了比较深入的探索, 并且提出更为完善的股票理论, 相对于以上的股票理论更进了一步^[3,4]。威廉姆斯提出买进股票可以表示“现在财富以及今后财富的彼此互换”, 然而今后收益就是未来中期的“股息”, 对其采取资本还原就可以得到目前的股票的投资价。威廉姆斯为投资价值理论的改进做出了非常重要的贡献, 主要反映在其通过以后各期股息作为依据通过相应的数学模型表示股票投资价值, 并且最早利用数学模型因子表示股票投资价值, 从而为未来的投资价值探索提供了相应的理论依据。

Michael Adams(2007)研究了价值投资理论在证券投资市场的发展趋势, 分析了价值投资在组合投资策略中的重要性, 讨论了价值投资在组合投资策略应用过程中存在的问题, 并且提出了相应的应对策略。Heng-Hsing Hsieh Georged(2011)对价值投资理论进行详细的归纳和总结, 并且建立相应的

* 收稿日期: 2012-03-20

作者简介: 赖晓聪(1983—), 男, 福建莆田人, 中国社会科学院博士研究生, 研究方向: 财政学; 陈 凡(1984—), 男, 福建莆田人, 中国社会科学院博士研究生, 研究方向: 财政学。

数学模型研究了证券投资过程中使用价值投资策略的适用性,并且提出了相应的实施措施。Athanasakos(2012)研究了价值投资和现代组合投资理论的关系,分析了价值投资的基本概念,并且提出了基于价值投资的组合投资策略,对未来的发展趋势进行了探索^[1-3]。

罗欣(2010)深入地研究了价值型投资分析在我国证券投资中的应用,分析了证券投资的基本理论和发展历程,讨论了价值型投资的必然性和可行性,研究了财务分析和价值型投资的关系,并且进行了实证研究,结果表明价值型在证券投资中起到了决定性作用。柯原(2011)将证券投资组合理论和价值投资融合起来,提出了最优证券投资组合,并且进行了相应的实证研究,结果表明基于价值投资理论的最优证券投资组合可以在承担较小风险程度的前提下获得最佳的投资回报率。陆帆(2012)从价值投资的基本原理出发,研究了价值投资策略在中国证券市场的适用性,经过实证研究得出了如下结论:证券市场的制度正在不断完善,投资者的数量也不断增加,投资价值理念将成为中国股市主流的投资理念^[4-8]。

三、我国证券投资价值投资方法的实例分析

本实证研究一共选用了深证 300 指数股,数据从巨灵金融服务平台获得,由于盈利能力不强的上市公司价值投资研究价值不大,而且缺少较大的收益时间,无需把每股收益看作参考依据,所以为了避免非正常值导致的影响,选择的依据必须满足每股收益大于等于 0.1,此外,将不完整的上市公司数据排除。最终的选择结果如下:2009 年 188 只、2010 年 205 只、2011 年 226 只,总共有 619 只。

表 1 2009~2011 年基本面量化指标和股票价格的 Person 相关因子

		2009	2010	2011
盈利能力	每股收益	0.732	0.085	0.704
	净资产收益率	0.324	0.634	0.537
	总资产收益率	0.516	0.503	0.548
运营能力	总资产周转率	0.153	0.094	0.284
	存货周转率	-0.073	-0.072	0.006
	应收账款周转率	-0.063	0.148	-0.028
偿债能力	权益系数	-0.084	-0.147	-0.143
	流动率	0.092	0.106	0.195
股本扩展能力	每股公积金	0.523	0.415	0.443
	每股净资产	0.632	0.617	0.598
	每股未分配收益	0.612	0.685	0.539
成长能力	总资产提高率	0.325	0.638	0.217
	营业利润提高率	0.034	-0.024	0.236
	营业收入提高率	0.104	0.284	0.346

1. 样本期内各个时间段内的基本面量化指标和

股票价格的相关研究。首先,利用 SPSS16.0 软件计算出 2009~2011 年各个时间段的基本面量化指标和相应时间段的股票价格间的 Pearson 因子,相应的统计数据结果见表 1。多元模型的自变量选择那些和股票价格有明显相关性的数据指标,排除与股票价格存在较小相关性指标,进而能够为下一步各时间段的多元回归分析提供合理的数据支持。在该阶段,能够保留下来指标的相关系数必须满足 0.05 水平上的显著性检验。然后,为了避免回归过程中的自相关,所以将排除净资产收益率。同时,因为流动比率在决策过程中可能转换为风险控制因素,和股票价格间有较强的非线性,所以也应该给予剔除。

2. 优化选择后的量化指标对股票价格贡献度的影响分析。选取 2009~2011 年 3 组数据作为研究对象,利用 Stepwise 的输入技术进行三次多元回归分析,可以得到三组输出。研究过程中关键要讨论标准化因子和可决因子。标准化因子是指量化指标经过一个标准差的改变对股票价格产生的影响程度。该因子能够防止由于不同指标的量纲不一样而无法比较影响程度的问题。标准化因子绝对值越大,表示该因子对股票价格的解释水平越高。可决因子是在调整回归方程后获得的,主要是指全部指标对股票价格的整体解释水平。可决因子越大,表明该模型对股票价格的解释水平越高,也就是说股票价格的变化对基本面因素变化有较大的影响,投资的合理性越大。相应的回归分析结果见表 2。

根据回归分析的计算数据能够获得如下结论:在观察时间,每股收益包含在回归模型之中,具有最佳的解释股票价格的水平,因此,这个结果表明上市公司的盈利能够受到较好的关注。回归数据表明大多数情况下每股收益和总资产收益率均包含在回归模型内,从而表明证券投资者非常关注对股票价值有较大影响的基本面,这一结果表明价值投资意识已经不断地深入人心。从回归分析结果数据可以看出,在 2011 年营业利润增长率包含于回归模型,从而说明证券投资者已经对上市公司的成长性有了关注,同时能够表明证券投资者对和内在价值有关的基本面因素有了更为深刻地认识。

从回归分析数据可以看出,2010 年和 2011 年期间每股净资产已经退出了回归模型,表明证券市场不够关注风险水平。每股净资产是指上市公司在破产时证券投资者股票的内在价值。每股净资产属于主要的风险评估基本面因素,正在被证券市场逐步地认可,说明证券市场对股票的关注不仅停留在投资回报上,同时非常关注风险的存在,这正是证券市场不断趋向于理性的具体表现。通过对 2009 年和 2010 年的回归分析可知,每股净资产指标出现了缺失。主要原因在于 2008 年股票市场比

较好的局面导致了证券投资者的思维定式,降低了风险的关注度。

经历了一段时间,大量的解释变量符合了回归模型,这表明投资者对基本面的研究更加完善。根据回归分析的结果,证券投资者不断地利用更多的指标,通过不同的层面更为全方位地考虑证券的内

在价值,证券市场不断向以价值投资为中心的投资方向发展。此外,可决因子的周期变化表明在我国证券市场中,基本面因素对股票价格的解释能力不断提高,然而并不稳定。当外部经济环境产生变动时,证券投资者容易产生非理性行为,从而使非价值因素再一次占了上风。

表2 2009~2011年不同组数据的多元回归分析结果

		每股收益	总资产收益率	总资产增加率	营业利润提高率	营业收入提高率	每股净资产	每股公积金
2009	标准化因子	0.298	0.287	—	—	—	0.378	—
	t 值	2.689	3.154	—	—	—	5.193	—
	调节 R ²	0.543						
2010	标准化因子	0.632	0.275	0.428	0.238	—	—	—
	t 值	9.163	3.486	7.243	5.342	—	—	—
	调节 R ²	0.647						
2011	标准化因子	0.437	0.346	—	0.184	-0.195	—	0.337
	t 值	5.276	4.486	—	3.265	-2.996	—	3.985
	调节 R ²	0.549						

四、我国证券投资基金价值投资的应对措施

1. 完善基金绩效评价模式。近年来,中国在进行基金评估的过程中主要关注的是基金的排序,从而使基金投资者在基金投资过程中十分关注同业其他管理者的投资情况,因此,“羊群效应”时有发生。而基金持有者主要重视的是所购买的基金能够获得多大的收益。基金持有者和管理者目标有差别时将引起代理问题,基金公司仅仅为了获取高额利润通常以损坏基金持有者利益为代价。为了能够有效处理该问题,应该使基金投资者和管理者的行为目标相一致,最终能够获得绝对收益。基金管理者在决策时应该考虑到股票的经济价值,依据价值投资理论的选股准则选择投资的,同时利用长期持有的方式取得绝对收益。

2. 不断完善目前的股票发行政策。目前,我国股票发行采用的核准制度,股票发行价格应该遵循竞价为主的定价原则,并以此为主要的发展趋向,不断地使证券投资市场来主导实际的发行价格。此外,要处理好国有股、法人股等问题,例如按照证券投资市场的容量,采取国有股配售减持,采用优先股的方法,把国有股不断地转变为优先股,增加不同投资基金、保险基金在股票市场投资的区间,利用网上交易的形式,协议转让的手段等增加法人股流通,减少国有股和法人股的比例,提高个人股的数量。

3. 合理调整基金管理酬劳的基本组成结构。基金管理公司按照资产管理的规模收取一定的管理费具有其合理性,主要原因在于资产管理规模的增加将对基金管理公司的相关资源有更高的需求,为了适应规模增加的实际需求,将资产管理规模中的一

部分资金作为管理费是合情合理的,这不仅能够增强基金公司的管理实力,而且能够提高投资团队的水平,同时管理费还能够促进基金公司的可持续发展,为基金持有者带来更大的投资回报。然而,如果基金管理公司的工资待遇和资产管理规模关联过大,就会导致基金管理者仅仅关注视资产管理的规模,忽视帮助基金持有者获得更大的投资回报。最为管用的方式就是优化基金管理收入的基本组成,采用浮动收益的方式,一定的资产管理费可以确保基金的有效实施,而浮动收益可以使基金管理者以基金投资者的权益为中心帮助基金投资者能够获得更大的收益。

4. 充分地利用投资组合策略。证券投资本身具有较高的风险,但是高风险和高收益是相互对应的,怎样才能使投资风险减少并且使投资收益最大,投资组合策略就是一种行之有效的方法,利用这种方法不仅能够有效地预防投资风险,而且能够有效地弥补证券投资价值的缺陷。投资者可以依据不同阶段国际经济形式、国内产业制度以及行业的发展潜力适时地调节投资产品的比重,从而能够得到最佳的收益。

5. 投资者应该不断地转变投资理念。投资者的理念在证券投资中具有非常重要的作用,证券投资者应该坚持长期投资的理念,主要关注证券投资的长期回报。证券投资者必须熟悉证券投资的相关概念和理论,知道证券投资过程中潜在的风险,掌握证券投资产品的相关功能;投资者应该明确投资目的,依据自身的实际情况选择适合自身的证券投资产品。投资者应熟悉证券公司的相关情况,对证券公司的专业化水平、标准化产品、内部风险控制制度以

及信息披露系统等情况有比较深入的了解,从而能够从长期投资的角度获得最大投资回报率。

6. 不断健全证券市场的管理制度。通过股权改革可以较好地处理中国证券市场流通股和非流通股股东之间利益的不一致性、中国国有上市公司管理者缺位等难题,能够为中国证券市场的制度化营造一个有利的环境,从而能够不断深化中国证券市场的中长期投资价值,为证券投资基金执行价值投资创造一个非常有利的市场平台。

五、结 论

我国证券市场仍然是一种新兴的证券市场,依然处在非有效市场向弱有效市场不断转变的阶段,从某种意义上,利用价值投资策略得到的收益不是非常稳定的。通过股权分置改革,伴随着上市公司质量持续提升,价值投资策略将转变为证券市场的主流方式。根据相关研究可以得到以下结论:

1. 选取深证 300 指数股进行相应的回归分析。根据回归分析的结果可知:上市公司的盈利水平是非常受到重视的。证券投资者更加关注决定股票内在价值的基本面因素,价值投资理念正在渐渐地深入投资者的人心。投资者对上市公司的成长性给予了足够的重视。

市场对风险的关注程度正在降低。每股净资产能够表明上市公司在破产的状况下,投资者持有的每股股票的价值。证券市场对股票的重视不但保持在收益上,而且非常关注风险,从而使证券理性更加回归理性。随着证券市场的不断发展,投资者能够更深入地剖析基本面的内涵。根据回归分析的结果可知:证券投资者已经利用更多的指标,从不同的层

面深入地考察股票的经济价值,市场正在向以价值投资为主的理性投资发展。

2. 中国证券市场是一个新兴市场,正处于转型时期,因此,具有较好的价值投资意义,然而不能获得比较稳定的收益。因此,应该采取有效的措施,完善基金绩效评估体系和股票发行政策;合理地调整基金管理收入结构;充分地利用投资组合策略;投资者应不断转变投资理念;不断完善证券市场的制度体系。随着上市公司质量的持续提升,价值投资将不断地深入人心,通过价值投资可以使中国证券市场更加趋于稳定。

参考文献:

- [1] Michael Adams, Terry mullins, barry thornton [J]. Journal Of College Teaching & Learning, 2007, 4(3):21-32.
- [2] Heng-Hsing Hsieh, Kathleen Hodnett. Do managers of global equity funds outperform their respective style benchmarks? an empirical investigation [J]. International Business & Economics Research Journal, 2011, 10(12):1-10.
- [3] George Athanassakos. Value investing Vs. modern portfolio theory [J]. Journal of Business & Financial Affairs 2012,(1):2.
- [4] 刘玥宏. 价值投资策略在中国证券市场的适用性分析[J]. 知识经济, 2010,(6):60-61.
- [5] 黄惠平, 彭博. 市场估值与价值投资策略[J]. 会计研究, 2010,(10):40-47.
- [6] 柯原. 基于价值投资理论的最优证券投资组合探讨[J]. 福建金融管理干部学院学报, 2011,(3):11-17.
- [7] 罗欣. 价值型投资分析在我国证券投资中的应用[J]. 财政监督, 2010,(12):74-75.
- [8] 陆帆. 中国证券市场价值投资策略的适用性探讨[J]. 现代经济信息, 2012,(2):137.

(责任编辑:铁 青)

Relevant Research and Regression Analysis of Value Investing in Security Market Based

LAI Xiao-cong CHEN Fan

(Chinese Academy of Social Sciences Institute of Institute, Beijing 102488, China)

Abstract: To encourage the value investing in Chinese security market, the empirical research has been done. The results show that our security market is a new emerging market, and it is in the interim from ineffective market to week effective market. However, with the improvement of quality of listed companies, the value investing strategy will become the mainstream.

Key words: Value investment in stock market; Empirical analysis; Coping strategy