

## 内容摘要

国外大量的实证研究发现价值股组合的市场表现强于成长股组合,然而在解释这一现象时存在较大的分歧,主要有“过度反应假说”和“风险改变假说”两大解释。本文以 1994-2001 年之间在中国上海证券交易所上市的 A 股为样本,实证研究了价值股组合和成长股组合在 1 年检验期当中的市场表现,并且对实证结果进行解释。

本文共分为四章,简要介绍如下:

第一章:文献评论。回顾价值股和成长股研究的提出和不同划分标准,着重介绍对实证结果解释的两大流派——“过度反应假说”和“风险改变假说”,同时介绍有关实证方法。

第二章:研究设计。介绍研究选取的样本,划分价值股与成长股的标准,着重介绍检验“过度反应假说”、“风险改变假说”与“规模效应”的方法和模型。

第三章:实证结果和分析。根据实证结果对两种组合的收益差异做出解释,检验结果支持“过度反应假说”,不支持“风险改变假说”和“规模效应”。

第四章:结论。根据前三章的研究提出本文的结论和启示,并且指出本文研究的不足之处。

本文的主要结论是:(1)价值股组合的平均累计超常收益显著地优于成长股组合,并且两种组合在组建期的收益与检验期的收益呈现出明显的反向修正模式,检验结果支持了“过度反应假说”;(2)价值股组合承担的风险并不高于成长股组合,而且套利组合可以获得风险超常收益,因此实证结果不支持“风险改变假说”;(3)以总资产为规模指标分组发现,大公司组合和小公司组合的收益之间并没有显著的差异,因此不支持“规模效应假说”。

**关键词:** 价值股; 成长股; 过度反应。

## ABSTRACT

Many foreign researches show that value stock portfolio outperforms growth stock portfolio. Interpreting these empirical results, however, has been more controversial. We may conclude those explaining into two main theories: one is Overreaction Hypothesis; the other is Risk-adjusted Hypothesis. The dissertation empirically examines the one-year market performance of value stock portfolio and growth stock portfolio selected from companies listed in Shanghai Stock Exchange from 1995 to 2001, and explains the empirical results from several angles.

The dissertation includes four chapters as follow:

Chapter 1 is an introduction. This chapter reviews the researches related to value stock and growth stock, the explaining including the Overreaction Hypothesis and the Risk-adjusted Hypothesis, and the research methodology.

Chapter 2 discusses research methodology used in this paper. This chapter introduces the research sample, the criterion designed to select value stock and growth stock, and the testing method and model related to two hypotheses and one effect.

Chapter 3 concerns about empirical results and analysis. This chapter explains the different return between two kinds of portfolios. The empirical results supports the Overreaction Hypothesis.

Chapter 4 documents some findings from this empirical study. This Chapter summarizes the preceding analysis. Also, some limits of this study are mentioned.

The main conclusion in this dissertation is showed as follow. First, value stock portfolio significantly outperforms growth stock portfolio in the testing period, and the performances of both portfolios take on a reversal pattern. This result is consistent with the Overreaction Hypothesis. Second, the empirical results show no supportive evidences for Risk-adjusted Hypothesis. Finally, the empirical study shows no supportive evidence for Size Effect.

**Keywords:** *value stock; growth stock; overreaction hypothesis.*

目录

前言 .....	1
<b>第一章 文献回顾 .....</b>	<b>1</b>
一、价值股与成长股的定义和分类标准 .....	1
二、有关实证研究结果的解释 .....	3
三、国内的相关研究 .....	14
四、试验心理学对过度反应的解释 .....	15
<b>第二章 研究设计 .....</b>	<b>19</b>
一、样本选取 .....	19
二、数据来源说明 .....	21
三、两种组合的分组、构造和收益计算过程 .....	21
四、检验方法与步骤 .....	23
<b>第三章 实证结果及分析.....</b>	<b>26</b>
一、描述性统计 .....	26
二、两种组合市场表现的差异性分析 .....	28
三、三种组合的风险系数检验 .....	32
四、三种组合在上升市场与下降市场中风险系数的检验 .....	33
五、规模效应的检验 .....	34
<b>第四章 结论和启示 .....</b>	<b>36</b>
一、本文结论 .....	36
二、本文的启示 .....	37
三、本文的不足之处 .....	38
<b>参考文献 .....</b>	<b>39</b>
<b>后记 .....</b>	<b>43</b>

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 前言

从 Graham 和 Dodd (1934) 提出的价值策略以来, 价值策略能否战胜市场, 价值股能否战胜成长股, 一直是学术界关心的一个课题。尽管大量的实证研究都给出了肯定的答案, 即价值股能够战胜成长股, 学者们对这个现象的解释一直存在较大的分歧。在这些解释中, De Bondt 和 Thaler (1985) 提出的“过度反应假说”格外引人注目, 一方面, 这个假说引进了试验心理学来对市场投资行为做出解释; 另一方面, 这个假说属于行为金融学的一个重要组成部分, 对“有效市场假说”提出了挑战。与之相反, 以 Fama 为代表的学派则提出了“风险改变假说”, 在传统定价模型中加入新的风险因素, 该假说坚定地维护“有效市场假说”。

中国的证券市场经历了十来年的发展, 已经初具雏形, 投资者当中机构投资者所占比重正逐渐提高, 投资理念逐渐走向理性。在这样一个逐渐成熟的新兴市场中, 价值股能否战胜成长股, 投资者是否存在过度反应现象, 是一个引人深思的研究课题。而且这方面的研究涉及到试验心理学中人的认知特征和会计学中指标的信息含量等学术领域的知识, 因此也极富挑战性。

同时本文的研究也期待能够给证券市场投资者带来一点启示。首先, 在研究证券价格行为或投资盈利模式时, 可以从投资者行为特征的角度来探索; 其次, 本文的研究与目前证券市场逐渐开始接受的“价值策略”有相似之处, 从中长期的投资期间来观察, 证券价格有向其基本价值回归的特征, 投资者可以利用这种特征进行反向操作。

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 第一章 文献回顾

有关价值股 (Value Stock) 与成长股 (Growth Stock) 的早期研究可追溯到 Graham 和 Dodd (1934) 提出的价值策略 (Value Strategy), 所谓的价值策略就是指购买那些价格与盈利 (或者股利、历史价格、资产账面价值等衡量价值的指标) 的相对比值较小的股票<sup>1</sup>, 研究结果表明: 价值股能够战胜市场! 从二十世纪八十年代初期开始, 许多学者又一次开始关注有关价值股与成长股的研究, 并且提出了各种各样的研究方法, 包括选择不同的划分标准以及不同的划分期限。有关价值股与成长股的研究之所以再度引起学者的关注, 一个重要的原因就是大量的实证研究发现了价值股市场表现优于成长股这一现象, 而且对这个现象的解释上存在较大的分歧。更重要的是, 对这个现象的解释涉及到有效市场假说 (Efficiency Market Hypothesis) 这一资本市场的重要理论。本章的文献回顾首先总结国外在相关研究中所采取划分价值股和成长股的标准, 其次重点介绍学者对这个现象的研究和不同理论解释, 最后介绍国内的相关研究。

### 一、价值股与成长股的定义和分类标准

在有关研究中, 学者对价值股和成长股并没有给出一个严格统一的定义。Lakonishok、Shleifer 和 Vishny (1994, 下文简称为 LSV) 从投资者对股票收益预期的角度来定义价值股与成长股, 指出投资者在预测股票未来收益时往往过多考虑股票过去的盈余增长或收益, 换句话说, 投资者往往将股票过去的盈余增长或收益等同于股票未来的收益。因此 LSV 对两种

---

<sup>1</sup> Lakonishok, J., Shleifer, A. and R. Vishny, 1994: "Contrarian investment, extrapolation and risk", Journal of Finance 49, 第 1541 页。

股票的定义如下：成长股（在这篇文章中称为 Glamour Stock）是指这么一类股票，它们在过去的市场表现很好，市场投资者因此预期它们在将来也会有良好的表现；价值股是指那些在过去市场表现不好，市场投资者因此预期它们在将来的表现依然不好的股票。Capaul、Rowley 和 Sharpe（1993）将价值股简单定义为低市净率（价格与每股净资产的比值）的股票，成长股为高市净率的股票。Fama 和 French（1998a）将价值股定义为 B/M（Book Value-to-Market Value，权益的账面价值与市场价值比）、C/P（Cash-to-Price，现金流与价格比）及 E/P（Earning-to-Price，盈余与价格比）等比值比较高的股票。De Bondt 和 Thaler（1985，1987）以股票过去 3 年或 5 年的累积超常收益率为标准将股票划分为赢家（Winners）与输家（Losers），累计超常收益比较高的为赢家，反之即为输家，赢家和输家的定义等同于本文的成长股和价值股。

本文将两类股票的定义<sup>2</sup>总结为：价值股是指那些过去市场表现较差，因此价值被低估的股票，所谓市场表现包括两个方面：一方面是指股票的买卖收益，另一方面是指股票对应一些会计指标（如净利润、销售额、现金流等等）的增长情况；成长股与之相反，是指过去市场表现表现较好，因此价值被高估的股票。笔者认为，在实证研究中划分价值股与成长股主要有三种标准：

1、股票过去的价格表现，如 De Bondt 和 Thaler（1985，1987）的研究，他们以股票过去 3 年或 5 年的累积超常收益率为标准将股票划分为赢家与输家，发现输家组合在组建期之后 3 年或 5 年的表现显著地优于赢家组合；Chopra、Lakonishok 和 Ritter（1992，下文简称为 CLR）的研究也是采用股票过去 5 年的累积超常收益率为标准；

2、市场对股票未来表现的预期，这种预期往往以 B/M、C/P 及 E/P

---

<sup>2</sup> 本文所指价值股和成长股的概念与目前证券投资市场所提的概念略有差别，例如，证券投资市场所提到的“价值成长股”，其中的“价值”是指股票的价值被低估，即股票价格低于价值；其中的“成长”是指业绩增长良好，业绩增长指销售收入增长或盈利增长等等。本文的价值股和成长股是从股票价格历史的市场表现来划分。



这些比率来代替，Graham 和 Dodd（1934）的研究提出价值策略优于市场表现，即投资于那些 B/M、C/P 及 E/P 较高或者过去价格表现较差的股票可获得超常收益；LSV（1994）的研究提出反向投资策略（Contrarian Investment）可获得超常收益，反向投资策略就是指买进价值股和卖出成长股，其中划分价值股与成长股的指标是 B/M、C/P、E/P 以及销售额增长率；La Porta, Lakonishok, Shleifei 和 Vishny（1997，下文简称为 LLSV）的研究指出价值股在盈余报告公布时的市场反应要好于成长股，其中划分标准为 B/M、C/P 及销售额增长率；Fama 与 French（1998a）的研究指出在全世界范围内价值股可以获得比成长股更高的收益，其中划分价值股与成长股的指标是 B/M；

3、股票对应会计指标的表现，如采用销售额或净利润的增长率，这种划分标准一般不单独使用，而是与前两者配合使用，如 LSV（1994）的研究就是将销售收入增长率分别与 B/M、C/P、E/P 组成二维指标。

## 二、有关实证研究结果的解释

国外大量的实证研究表明价值股的市场表现优于成长股的市场表现，这是个不争的事实，然而在解释这个现象上理论界存在很大的分歧，主要分为两大派：一是以 De Bondt 和 Thaler 为代表的“过度反应假说”（Overreaction Hypothesis），该学派对有效市场理论提出了挑战，从投资者的行为特征来解释两类股票之间的收益差，属于行为金融学（Behavior Finance）的范畴；二是以 Fama 和 French 为代表的“风险改变假说”（Risk -adjusted Hypothesis）<sup>3</sup>，该学派从收益与风险相匹配

<sup>3</sup> 有关风险改变假说的提法比较多，如 Haugen 和 Baker（1996）将其定义为风险溢价假说（risk premium hypothesis）；Trecartin Jr（2000）将其定义为风险代理假说（risk proxy hypothesis）；

的角度来解释两类股票的收益差，坚持有效市场理论。下文介绍这几种解释。

### （一）过度反应假说

“过度反应假说”属于行为金融学的范畴，行为金融学的一个重要特征就是将市场行为和个体决策的心理行为联系起来，研究两者是否存在共性。过度反应是试验心理学<sup>4</sup>（Experimental Psychology）的研究发现，Kahneman 和 Tverkey（1974, 1982）在这方面做出了巨大贡献。Kahneman 和 Tverkey（1982）将人们对信息的真实反应描述为：个体对新信息并不遵循贝叶斯规则（Bayes Rule），而是倾向于高估最近的信息，而对以前的信息估计不足<sup>5</sup>。De Bondt 和 Thaler（1985）将过度反应引入股票市场的研究，指出过度反应在股票市场中表现为：某一事件发生会引起股价的剧烈波动，超过预期的理论水平，并伴随着随后发生的反向修正，股价回到应有的水平。同时，研究还指出过度反应的两个重要表现是：（1）股票价格极端的运行方式必伴随着随后的发生反向修正；（2）股价初始运行越激烈，随后的修正也越激烈。

De Bondt 和 Thaler（1985）以 1926 年 1 月至 1982 年 12 月期间在 NYSE 上市的普通股为研究对象，以 36 个月为组建期(Formation Period)，计算个股的月累计超常收益率，将累计超常收益率居前的 30 只（或前 50 只，或前 10%）构成赢家组合，将累计超常收益率居后的 30 只（或后 50 只，或后 10%）构成输家组合。实证结果发现：（1）输家组合在 36 个月的检验期（Testing Period）当中明显地好于市场平均收益，比市场平均收益率高出 19.6%，而赢家组合的收益率比市场平均收益率低 5%，两种组

---

De Bondt 和 Thaler（1987）在总结 Vermaelen 和 verstringe（1986）、Chan（1986, 1987）以及 Fama 和 French（1986）的观点时将其定义为风险改变假说。

<sup>4</sup> 有关试验心理学当中对过度反应的研究在本章第三节有更详细的介绍。

<sup>5</sup> 见 De Bondt, W. and R. Thaler, 1985: “Does the stock market overreact?”, Journal of Finance 40, 第 258 页。

合的平均累计超常收益率差为 24.6%，而且差异检验显著 ( $t=2.20$ )；(2) 两种组合的过度反应是不对称的，其中输家组合反向修正的幅度较大；(3) 输家组合的大部分收益是在 1 月份实现；(4) 过度反应现象主要发生在检验期的第 2 年和第 3 年<sup>6</sup>；(5) 赢家组合中股票的平均贝塔值显著大于输家组合，因此输家组合承担的风险较小。De Bondt 和 Thaler 得出的最终结论是：检验结果符合“过度反应假说”。

De Bondt 和 Thaler (1985) 的文章引起了学术界广泛的注意，这些学者对这篇文章提出了一些疑问：(1) 价格修正是否属于“季节效应” (Seasonality Effect)，因为输家组合的主要收益发生在 1 月份；(2) 价格修正呈现出不对称，输家组合收益盈利是赢家组合收益损失的 3 倍；(3) 检验没有对组合中的公司的特征做详尽的描述，输家组合的超常收益可能归因于“规模效应” (Size Effect)；(4) 对检验结果可能存在的其它解释，即两种组合的收益差归因于资产负债率的不同和承担风险的不同，即组合的贝塔值不同。

针对这些置疑，De Bondt 和 Thaler (1987) 做了更详细的研究，特别针对“风险改变假说”的置疑。作者构造了一个套利组合 (Arbitrage Portfolio)，套利组合的收益等于输家组合的收益减去赢家组合的收益，用套利组合的收益去于市场的超常收益进行回归，用公式表示如下：

$$R_{At} = R_{Lt} - R_{Wt} \quad (1-1)$$

$$R_{At} = \alpha_A + \beta_A (R_{mt} - R_{ft}) + \varepsilon_{At} \quad (1-2)$$

其中： $R_{At}$ 、 $R_{Lt}$  和  $R_{Wt}$  分别表示套利组合、输家组合和赢家组合的收益， $R_{mt}$  和  $R_{ft}$  分别表示市场收益和无风险收益。

作者将输家组合、赢家组合及套利组合三个组合的回归结果进行比较，指出输家组合的贝塔值确实比赢家组合的贝塔值高出 0.220，但是这

<sup>6</sup> 如果以 1 年为检验期，两种组合的收益差为 5.4% ( $t=0.77$ )

个风险差异不能充分说明两个组合之间的收益差,因为套利组合的截距项  $\alpha_A$  (也就是 Jensen 指数) 为 5.9% ( $t=3.72$ ), 即套利组合存在着超常收益; 同时作者用一个分时贝塔模型 (Time-Varying Betas Model) 分析了输家组合与赢家组合之间的风险差, 分时贝塔模型如下:

$$R_{At} = \alpha_A + \beta_{A\mu}(R_{mt} - R_{ft})D + \beta_{Ad}(R_{mt} - R_{ft})(1 - D) + \varepsilon_{At} \quad (1-3)$$

其中:  $D$  是虚拟变量, 当市场收益大于零时,  $D=1$ , 当市场收益小于零,  $D=0$ 。

检验结果发现: 在上升市场 (即市场收益大于零) 中输家组合的贝塔值大于赢家组合的贝塔值, 而在下降市场 (即市场收益小于零) 中输家组合的贝塔小于赢家组合的贝塔值。这说明在一个好的市场行情中输家组合的收益赢利强于赢家组合, 而在一个差的市场行情中输家组合的收益损失小于赢家组合。总而言之, 检验结果不支持 “风险改变假说”。

针对其它 “规模效应” 的置疑, De Bondt 和 Thaler 用了多种分类标准: (1) 累计超常收益率; (2) 每一年年末的净资产 (MV); (3) 净资产与账面资产比 (MV/BV); (4) 净资产的账面资产。检验结果并不支持 “规模效应”, 同时发现以累计超常收益率和以 MV/BV 作为划分标准得出的结果非常一致, 而且赢家组合和输家组合的会计盈余也呈现出反向修正的模式。

针对 “季节效应”, De Bondt 和 Thaler 的研究指出: 输家组合的超常收益 (特别是发生在 1 月) 与长期组建期收益或短期组建期收益都为负相关; 对于赢家组合, 1 月份的超常收益与之前 12 月份的超常收益负相关, 可能反映了 “资本利得的税收锁入效应” (Tax “lock in” Effect)

7。

<sup>7</sup> “锁入效应” 的主要倡导者之一是 Klein, Klein (1998, 1999) 研究将 “锁入效应” 描述为: 因为获得资本利得 (capital gain) 需要纳税, 投资者为了延迟交税, 会保留那些收益很高的股票。投资者在股票上获得的资本利得越多, 为了延迟交税而持有这类股票的期限也越长, 这样将导致这类股票在一个较高的均衡价格交易, 因此这类股票在未来的收益就比较低; 反之, 那些投资者

CLR (1992) 的研究中采用的分组方法与 De Bondt 和 Thaler (1987) 的方法类似, 主要研究是针对“规模效应”和“风险改变假说”的挑战展开研究, 并且提出了一个多因素模型来测量过度反应程度的大小。首先分别以 5 年的累计超常收益率和风险系数贝塔作为划分标准来划分组合, 以极端的两个组合为例, 价值股组合与成长股组合的年平均收益之差是 14.0%, 风险系数之差为 0.79, 而以贝塔划分的两个极端组合的年平均收益差是 7.3%, 风险系数差为 0.86, 因此两种组合之间的“风险差”不足以充分说明两种组合之间的“收益差”。

针对研究中发现的“规模效应”, 文中以收益和规模作为双重标准划分组合, 新的组合称之为规模调整组合 (size-adjusted portfolio), 在控制了规模后, 价值股组合平均每年的收益高于成长股组合 9.7%。

最后 CLR 以一个多因素模型来度量过度反应的程度大小, 模型如下:

$$r_p - r_f = a_0 + a_1 SIZE_p + a_2 RETURN_p + a_3 beta_p + e_p \quad (1-4)$$

其中:  $r_p$  表示组合在检验期的收益,  $r_f$  表示无风险收益,  $SIZE_p$  表示规模,  $RETURN_p$  表示组合在组建期的收益,  $beta_p$  表示组合在检验期的风险系数,  $a_0$  表示过度反应程度项。

据此检验发现每年的过度反应程度在 5% 左右。除此之外, CLR 的研究指出过度反应并非在所有公司中都是同质的 (Homogeneous), 在小公司中的过度反应程度比大公司明显。例如, 以小公司为总样本选出的输家组合和赢家组合, 输家组合的收益高出赢家组合大约 10%; 但是以大公司为总样本, 两种组合的收益差并不显著。对此 CLV 的解释是, 统计表明小公司的股票主要被个人投资者持有, 而大公司的股票主要被机构投资者持有,

---

获得较低资本利得的股票将形成一个较低的均衡价格, 这类股票在未来的收益就比较高。Klein 在 1998 年、1999 年以及 2001 年的研究中一直致力于完善他所提出的资产定价模型, 这个定价模型考虑进“锁入效应”, 他的发现也可以来解释股票收益在长期内存在的反转现象, 因此“锁入效应”也是解释价值股与成长股之间收益差异的一个假说。

从而说明个人投资者的过度反应要强于机构投资者。

LSV (1994) 的研究指出, 反向投资策略可以产生更高的收益, 他们将划分价值股和成长股的标准分为两种, 一种过去表现, 如过去销售或现金流的增长; 一种是预期的表现, 如价格对盈利或现金流的倍数。因此选择  $B/M^8$ 、 $C/P$ 、 $E/P^9$  以及过去 5 年销售的增长率作为划分价值股与成长股的标准, 反向投资策略就是买进价值股、卖出成长股。研究结果显示: 价值股组合在 5 年的检验期当中平均每年收益比成长股组合高出 10%~12%。

LSV 从投资者的行为特征来解释反向投资策略为什么可以获得超常收益, 主要是通过对“推理模型”(Extrapolation Model)<sup>10</sup> 的测试来检验投资者是否存在“预期错误”(Expectational Errors)<sup>11</sup>。LSV 认为反向投资策略利用了投资者的“次优行为”(Suboptimal Behavior), 即投资者存在“预期错误”, 即他们过于倾向用过去收益的增长来推测将来的收益。投资者的次优行为造成的结果是价值股的价值被低估, 而成长股的价值被高估, 这个发现与过度反应相吻合。在说明为什么投资者存在这种“预期错误”时, LSV 将投资者分为个人投资者和机构投资者, 因为在试验心理学的研究中发现: 个人在预测未来的信息时过分依赖最近的信息, 在投资

<sup>8</sup> LSV (1994) 列举了选择  $B/M$  作为划分标准的 4 个理由: (1)  $B/M$  低可以是说明一个公司拥有许多无形资产, 如研发费用, 这些资本被当成费用而不计入公司的账面资产; (2)  $B/M$  低可以是说明一个公司拥有很好的成长机会, 这些机会被计入市场价值而不计入账面价值; (3) 一些资源性公司虽不拥有很好的机会, 但可能拥有短期的高额利润, 如石油公司在石油涨价后,  $B/M$  变低; (4) 一只低风险因此未来现金流以较低折现率折现的公司的  $B/M$  较低。因此,  $B/M$  低代表投资者对此类股票的预期较高。

<sup>9</sup> 在解释为什么选择  $C/P$  和  $E/P$  作为划分标准时 LSV (1994) 引用了 Gordon 的定价模型, 在 Gordon 定价模型当中, 股票价格  $p = D(+1) / (r-g)$ , 其中  $D(+1)$  表示下一期的股利,  $r$  表示投资者所要求的投资回报率,  $g$  表示预期的股利支付的增长率。LSV 认为这个公司可以应用到每股现金流和每股盈余, 以每股现金流为例, 可以假设每股股利按照每股现金流的一个固定比率支付, 即  $D(+1) = \rho C(+1)$ ,  $\rho$  表示固定支付率, 这样 Gordon 定价模型可以转换为  $P = \rho C(+1) / (r-g)$ , 同样的转换可以应用到每股收益。因此,  $C/P$  或者  $E/P$  比率比较低的股票代表了比较高的预期增长率。

<sup>10</sup> LSV 指出“推理模型”的核心是投资者对成长股过度乐观, 而对价值股过度悲观, 对推理模型的直接测试是检验股票未来的实际增长率, 将这些实际成长率与过去的增长率比较, 以及与预期增长率比较, 所谓的预期增长率就是通过那些倍数体现出来。

<sup>11</sup> 尽管 LSV 的主要结论“预期错误”和“过度反应”不同, 但是在基本理论推理和所应用的心理学理论是一致的, 其他学者如 Fama 和 French (1998)、Trecartin Jr (2000) 都将其归入过度反应假说。

中个人投资者倾向于将好的投资机会等同于高盈利或管理较为完善的公司,而不管这些公司的股票价格是否已经过高;机构投资者也偏好成长股,机构投资者多为“谨慎”(prudent)投资者,他们选择成长股比较容易说服那些委托人和监管者,因为成长股在过去的财务状况良好,在不久的将来似乎也不容易陷入财务困境,所以这些成长股看上去比较“安全”;投资者的经营期限也说明为什么这些反向投资策略不被投资者采用,因为投资者往往寻找那些在几个月之内就能给他们带来超常收益的股票,而这些反向投资策略往往的赢利期限多为3年或5年。

针对其他学者提出的“规模效应”,LSV单独对大公司<sup>12</sup>进行分组,检验结果依然与“预期错误”相符;针对“风险改变假说”,LSV采用了两种方法进行验证:(1)检验两种组合在不同市场表现(分为上升市场和下降市场)下的风险系数,检验结果与De Bondt和Thaler(1987)的结果相似,在上升市场中价值股组合的风险系数较高,在下降市场中价值股组合的风险系数较低;(2)检验各股的风险系数,价值股组合中股票的风险系数确实高于成长股组合中的风险系数,然而这些风险无法充分解释两种组合的收益差。

Haugen和Baker(1996)的研究指出,那些被预期有更高收益的股票事实上获得更高的收益,而且比其那些低收益的股票所承担的风险更低;此外,预期股票收益的决定因素在全球主要证券市场有着惊人的相似,Haugen和Baker将其发现称之为“定价偏差假说”(Pricing Bias Hypothesis)<sup>13</sup>。Haugen和Baker将预测股票收益的决定因素分为5大类:(1)风险;(2)股票的流动性,主要从股票的交易量来度量;(3)价格

<sup>12</sup> LSV认为取大公司做样本的另外一个好处是可以减少Banz和Breen(1986)提出的“前视偏见”(look-ahead bias)以及Sloan(1992)提出的“生存偏见”(survivorship bias)这两种偏见对实证结果的影响。

<sup>13</sup> Haugen和Baker(1996)在文中主要介绍了实证过程和结果,并没有对定价偏见假说做出详细的介绍,但是在总结CLR(1992)以及LSV(1994)的研究时,将这些研究归结为股票定价偏见,同时Fama和French(1998a)、Trecartin Jr(2000)也将Haugen和Baker(1996)归类为过度反应假说,因此本文将定价偏见假说归类到过度反应假说。应当指出的是,Haugen(1995)的文章对定价偏见假说有更详细的介绍,由于文献限制,本文无法做相关的介绍。

水平，主要指股价与会计指标的比率，如市盈率 P/E；（4）潜在的成长，主要指公司未来盈余或股利的增长情况；（5）历史股价，指股票过去的收益率。接着文章用一个多因素回归模型进行检测，模型如下：

$$r_{j,t} = \sum_i P_{i,t} * F_{j,i,t-1} + u_{j,t} \quad (1-5)$$

其中： $r_{j,t}$ 表示第 j 只股票在 t 时期的收益， $F_{j,i,t-1}$ 就是以上提到的 5 个决定因素。

Haugen 和 Baker (1996) 在结论中指出：无论从公司的基本指标出发，还是从股票收益的变动分布出发，都没有证据表明那些获得高收益的股票所承担的风险低于那些低收益股票，换句话说，这些高收益与高风险并不相关，多因素回归模型预测的准确性之所以很高，主要归因于“市场定价偏差”。

LLSV (1997) 研究了价值股与成长股的价格对公司盈余公布的反应，检验期为 5 年，研究发现：两种股票的收益差异主要归因于“盈余惊奇”(earning surprise)，即投资者对实际盈余和预期盈余之间差异的反应，这种盈余差异对价值股表现为正收益，作者认为检验结果不符合“风险改变假说”，而是归因为投资者的“预期错误”<sup>14</sup>。

Mun、Vasconcellos 和 Kish (1999, 2000) 运用非参数检验方法 (Non-parametric Methodology) 和多因素资本资产定价模型分别对美国、加拿大、法国和德国的证券市场进行检验，检验结果发现反向投资策略在短期内所获收益最大，中期其次，长期最少，并且所获超常收益与风险改变并无直接相关，他们得出的结论支持“过度反应假说”。

## (二) 风险改变假说

<sup>14</sup> LaPorta, Iakonishok, Shleifer 和 Vishny (1997) 在结论中提到：尽管到目前为止的研究并不能对价值股的超常收益给出一个完整和令人满意的解释，但我们的证据表明行为因素特别是预期错误在这当中充当了重要的因素



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库