

Research on Growth Value Investment Strategy

by

Zhang Zengji

A Dissertation Presented in Partial Fulfillment  
of the Requirements for the Degree  
Doctor of Business Administration

Approved March 2020 by the  
Graduate Supervisory Committee:

Wei Shen, Co-Chair

Xin Chen, Co-Chair

Hong Yan

ARIZONA STATE UNIVERSITY

May 2020

价值成长型投资策略研究

张增继

全球金融工商管理博士  
学位论文

研究生管理委员会  
于二零二零年三月批准：

沈伟，联席主席  
陈欣，联席主席  
严弘

亚利桑那州立大学

二零二零年五月

## ABSTRACT

China's stock market is an emerging market and is in a special period of transitional reform. In such a big environment, it is especially necessary for stock investors to find a set of investment strategies that are suitable for China's stock market to obtain excess returns. Based on the theory of value investment and taking into account the growth of stocks, this paper proposes a value growth investment strategy. Through the factor empirical test method, the effective growth factors of the six effective valuation factors selected through the test constitute the stock selection index system in the value growth investment strategy. Through the factor empirical test method, the six effective valuation factors and effective growth factors selected through the test constitute the stock selection index system in the value growth investment strategy. Using the historical data from 2006 to 2018 for all stocks in the A-share market in China (excluding the Growth Enterprises Market Board, also known as GEM), an empirical study on the effectiveness of the strategy was conducted to compare the excess returns of the three portfolios constructed. After empirical test, it is found that the two-dimensional value growth investment strategy is better than the single-dimensional value investment strategy and growth investment strategy, which has a very good effect on predicting the next yield of stocks, and has a good stock market differentiation. The empirical research on value growth investment strategy in China's A-share market has further enriched the investment strategy of China's stock market, which has certain reference significance for

investors. This also implies the future development trend of China's stock market, which is gradually shifting from speculative to mature and rational market.

## 摘要

随着我国经济高速发展，国民收入水平显著提高，理财方式也多种多样，如股票、债券、基金、黄金等。作为现代主要投资方式之一的股票投资给人们的生活带来了巨大的影响。不过我国的信息披露机制仍有待完善，存在着大量的信息不对称，原因是我国股市发展历程不长。我国股市参与者如散户投资者，由于资金规模小和能力有限，没有深入研究，而是道听途说、盲目投机。在短短二十几年时间里，中国股市经历了几次大幅度的涨跌，至今股市一蹶不振，各方损失惨重，这不仅吞噬了广大中小投资者的财富，甚至影响了我国经济社会的稳定。

中国股市是新兴市场，而且正处于转轨改革的特殊时期。在这样的大环境下，股票投资者们要想获得超额收益率，最关键的是找出一套与中国股市相适应的投资对策。本文在同时关注股票成长性与价值性基础上，提出了价值成长投资策略。通过因子实证检验方法，选取通过检验的 6 个有效估值因子和有效成长因子构成价值成长投资策略中的选股指标体系。最后利用我国 A 股市场上所有股票（创业板除外）从 2006 年至 2018 年的历史数据来进行该策略的有效性实证研究，在对构建的三种投资组合的超额收益率进行比较。

经实证检验，发现双维度的价值成长投资策略要优于单维度的价值投资策略和成长投资策略，其对预测股票下一期收益率具有非常好的效果，而且具有很好的股票市场区分度。价值成长投资策略在我国 A 股市场的实证研究更进一步地丰富了我国股票市场的投资策略，对于广大投资者们具有一定的参考意义。这也说明我国股市未来的发展趋势是由投机渐渐向成熟理性市场转变。

## 目录

	页码
表格列表 .....	vi
章节	
第一章、选题背景与意义 .....	1
1.1 选题背景 .....	1
1.2 研究意义 .....	2
第二章、投资及投资策略概述 .....	4
2.1 概念界定 .....	4
2.1.1 价值型投资策略 .....	4
2.1.2 价值成长型投资策略 .....	4
2.2 投资的内涵及其与投机的区别 .....	4
2.3 投资策略概述 .....	5
2.4 投资策略的选择对投资效果的影响 .....	6
2.5 股票市场有效性对投资策略形成的影响 .....	7
第三章、价值投资策略与成长投资策略的历史演变及其运用现状 .....	9
3.1 概述 .....	9
3.2 史密斯的股票投资理论 .....	9
3.2.1 股票是最好的长期投资工具 .....	9
3.2.2 普通股的价值取决于其未来收益 .....	10

章节	页码
3.3 格雷厄姆的新古典价值投资理论 .....	11
3.3.1 首次强调股票价格背后的“内在价值”是股票投资的基础 .....	11
3.3.2 提出了普通股稳健投资的核心概念——安全边际 .....	15
3.4 威廉姆斯的投资价值理论 .....	18
3.4.1 投资价值守恒定律 .....	18
3.5 费雪的成长投资理论 .....	20
3.5.1 成长投资理论 .....	20
3.5.2 行为投资理论 .....	21
3.6.1 从股东角度投资企业.....	24
3.6.2 新“安全边际”和价值论 .....	27
3.6.3 市场的有效性 .....	29
3.6.4 集中化投资 .....	31
3.7 怀特曼的现代价值投资理论 .....	33
第四章、价值与成长投资策略的应用现状.....	38
4.1 概述 .....	38
4.2 成长投资策略的兴起与发展 .....	39
4.2.1 成长投资策略的应用概述 .....	41
4.3 两类投资策略的比较及其应用时的局限性 .....	42
4.3.1 价值投资策略与成长投资策略的初步比较 .....	42

章节	页码
4.3.2 价值投资策略与成长投资策略的局限性 .....	43
4.4 A股市场投资实践亟待投资策略的创新研究 .....	44
4.4.1 价值成长投资策略的内涵及其特征 .....	45
4.4.2 价值成长投资策略与两类传统投资策略的比较 .....	47
4.4.3 价值成长投资策略的优势及现实运用 .....	48
第五章、研究设计 .....	51
5.1 价值成长投资策略指标体系概述.....	51
5.2 主成分分析法 .....	51
5.2.1 因子选取 .....	52
5.2.2 三种投资策略的比较 .....	59
第六章、实证结果分析 .....	60
6.1 样本选取和数据处理 .....	60
6.2 因子分析可行性检验.....	61
6.3 量化模型的构建 .....	63
6.4 价值成长型投资策略表现 .....	63
6.5 三种策略实证比较 .....	66
第七章 结论与启示 .....	68
参考文献 .....	71



## 表格列表

表格	页码
1 价值因子与成长因子.....	58
2 三种投资策略的因子选取.....	59
3 因子分析适用性检验结果.....	61
4 因子旋转矩阵.....	62
5 旋转因子回归结果.....	63
6 选择标的及次年超额收益.....	64
7 不同年份多因子选股模型.....	65
8 不同年份标的组合收益.....	66
9 三种策略平均收益比较.....	67

## 第一章、选题背景与意义

### 1.1 选题背景

从 1978 改革开放以来，随着我国的国民经济快速发展，国民的生活和收入水平显著提高，理财方式也多种多样，如股票、债券、基金、黄金等。我国最早的一份《中国家庭金融调查报告》于 2014 年 5 月 20 日指出：“中国家庭金融资产中，银行存款比例占 57.75%；现金占 17.93%，股票第三，占 15.45%。”作为现代主要的投资方式之一的股票投资给人们的生活带来了巨大的影响。自 1990 年 12 月上海证券交易所和 1991 年 7 月深圳证券交易所正式营运以来，在这二十多年时间里，股市规模不断扩大，沪深两市的 A 股上市公司已经从 1991 年底的 14 家发展到目前的 3562 家（截至 2018 年 12 月 31 日），上交所 A 股指数也从 96.05 上涨到了 3539.18，最高点到 6129.68，涨幅接近 64 倍，股票也就成为了一个重要且普遍的理财工具。

伴着中国政府诸多改革政策的持续深入及证券市场股权分置问题的有效处理，我国的证券市场发展也日益规范。然而我国股市上非理性的炒作投机现象还比较普遍，仍未退出历史的舞台。

当然，高风险与高收益并存，这也是吸引众多投资者的地方。在巨大收益的诱惑下，投资者开始寻求一些投资策略，以期能够获得较高的超额收益。在我国股票市场走过的 24 年里，随着我国证券市场的逐步发展壮大以及资本市场国际化进程的快速发展，一些欧美发达国家的成熟投资理念也逐渐地引入中国并被运用到股票投资中，从而引领证券市场投资理念发生转变，使我国证券市场由以前的“投机盛行市”渐渐向以基本面分析为主的理性投资方式转变，股票的市场价格也越来越取决于其内在价值和未来成长性。

目前，技术分析和基本面分析是股票投资策略的主要两大派系，基本面分析基本划分成成长投资流派与价值投资流派，美国为两流派的来源地。如今基本面分析已作为诸多投资者重点探究的课题之一，并且在外国已经得出了诸多关于该领域的优秀成果，但是我国由于证券市场起步较晚，各方面还不如国外市场发展成熟，很多投资学者目前仍处于借鉴学习国外研究成果阶段中。因此，对于基于基本面分析的股市投资策略的研究仍将是我国学者要不断研究的课题。

## 1.2 研究意义

虽然我国股市已经有三十多年的发展历程，在市场机制等方面也日渐趋于成熟和完善，但是“人无完人，金无足赤”，我国的信息披露机制仍有待全面发展，存在着大量的信息不对称，原因是我国 A 股市场发展历程不长。2009 年《中国散户投资者调查报告》中指出：“散户投资有一定盲目性，很多散户对自己所投资的产品了解有限，对股票和基金投资而言，有 1/5 以上的散户表示他们对产品不太了解或者非常不了解。”我国股市的参与者尤其是散户，由于资金规模不大且能力有限，没有认识到股票价值研究和成长性的重要性，而是盲目跟风，投机心理极其严重。在短短的二十几年时间里，中国股市经历了几次大幅度的涨跌，如在经历了 2014 年 7 月至 2015 年 6 月的短暂牛市后，至今股市一蹶不振，各方损失惨重，这不仅吞噬了广大中小投资者的财富，打击他们的信心，严重影响了我国经济社会的建设与发展，甚至影响了我国经济社会的稳定。

我国股市只有二十几年的历史，是新兴市场，而且正处于转轨改革时期。处于这样一个特色市场中，投资者们要想获得超额收益率，就很有必要研究出一套适用于我国股市的投资策略。对众多投资者来说，指标比率是评价公司或股票价值的最易使用的工具之一，不同

的利益相关者会根据需求选择不同的分析指标，本文从基于“自下而上”基本面分析方法的投资者的角度出发，在价值投资的基础上，兼顾股票成长性因素，本文提出价值成长投资策略，并用实证研究的方法证明了该策略的有效性，为股票投资者提供了一种新的投资思路。

本文将价值成长投资策略运用于我国 A 股市场。从理论意义上来说，该策略在考虑股票估值的基础上还兼顾了股票的成长性因素，以期能够找到股票价格明显低估的成长型股票，并在股票价值回归和高速成长后带来稳定的超额收益的同时有效地控制风险。另外，本文以因子选股模型来选取有效稳定的估值因子和成长因子，可以大大地加强对信息的使用效率和挖掘的深度。同时，价值成长投资策略在我国 A 股市场的实证研究更进一步地丰富了我国股票市场的投资策略，对于广大投资者具有一定的参考意义。

## 第二章、投资及投资策略概述

### 2.1 概念界定

在研究价值成长型投资策略时，本文就研究中涉及到的一些主要概念进行如下界定。

#### 2.1.1 价值型投资策略

所谓价值型投资策略，是指通过对经济运行周期、所处行业特点和公司经营与财务情况进行综合分析，并将重点放在企业的资产价值以及盈利能力上，且根据研究分析的结果决定投资标的内在投资价值的投资策略。价值投资理论的主要观点认为，公司的股票价值是由其内在价值决定的，股票价格始终以其内在价值为基准上下波动，而企业内在价值的测度即基于上述对基本面的分析，在此基础上寻找股价低于内在价值的股票。简单来说，价值投资策略就是“发现好价格”。

#### 2.1.2 价值成长型投资策略

所谓价值成长型投资策略，即首先通过对宏观经济周期、公司行业发展特点和公司业绩等上述一系列价值发现过程，发现价值被低估股票标的，同时兼顾公司成长性，经过一系列分析，寻找高增长潜力的企业，即既有较高安全边际又有增长潜力的股票，以相对较低的价格买入成长性较高的股票。简单的来说，价值成长型投资策略就是“找到成长股，发现好价格”。

### 2.2 投资的内涵及其与投机的区别

几乎所有的股票交易者都轻易被冠以“投资者”之名，但是，在我国股票市场中，不乏大量投机者的存在。1934年底格雷厄姆（1934）《证券分析》中，清楚说明了投机与投资两者间的区别及阐述了投资定义。在此之前，许多人对投资的定义说法不一，一些人认为投资

就是购买风险小的证券如债券，而投机就是购买价格低于净现值的股票的行为。格雷厄姆（1934）指出：“投资是指详细探究，在保证本金的前提下取得一定收益的一种行为。一旦不符合以上要求的行为即是投机。”他认为，对于投资行为，其投入资本必须要具有一定意义上的安全性，而且能为投资者带来较为满意的回报。安全性并不是指完全没有风险，而是在正常情况下不会导致亏损。满意的报酬率包括两部分，即股息红利收入和股价增长部分。而“满意”则有很大的主观性，对于风险厌恶者来说，能保证资本不亏损的情况下有小额收益即可。

此外，在熊市时期，全盘大跌情况下，“少亏即为赢”，亏的少也就是令投资者满意的回报。负债买入证券并期望在短期内获得暴利的行为，无论它买的是债券还是股票都是投机，所以他认为外在表现不如内在动机能说明购买行为是投资还是投机。因此判断一个人是投资者还是投机者，关键在于他的动机。投资者的主要兴趣是在于对某个股票进行内在价值研究后再按合适的价格购买并持有获利。聪明的投资者“不以大跌而悲，不以大涨而喜”，而是在研究的基础上选择合适的时间买入和卖出。而投机者通常是进行择时和预测，对于投机者来说，鲜有持股几个月的事，更遑论持有几年。而投机者在“预测”时，“追涨杀跌”这种行为看上去很有道理，可是与机构投资者等相比，普通投机者在没有信息和渠道优势的同时，将与很多从事同样行为的机构和优秀的分析师展开竞争，这样的情况下，过分重视预期而忽视股票内在价值的行为会随着时间的推移走向必败之地。

### 2.3 投资策略概述

所谓投资策略（investment strategy），从理论上讲，就是投资者根据自身对投入资本的不同需求和风险承受能力进行的配置或安排，包括选择何种投资品种、如何配置投资资

本比例、确定投资时期等等。通俗地来说，股票投资策略就是股民在选择何种股票、何时买入和卖出、交易操作手法等方面的一种投资方法。

目前，技术分析和基本面分析是股票投资策略的主要两大派系。基本面分析是指在对宏观经济、行业以及公司微观等基本层面分析的基础上，通过对单一资产内在价值评估进行投资决策的一种方法。技术分析是指为对股票价格的变动趋势进行预测，利用分析投资者心理行为及市场供求关系来完成预测，其本质是对市场表现进行总结和归纳得出价格变动规律，主要集中于对股票的交易价格、交易量以及其他等历史公开信息，再对股票价格将来的变化态势进行预测。“价升量涨、价跌量减”，目前，价量关系的对比分析已经成为技术分析的基本手段。

由于本文研究的价值策略和成长策略以及复合型的价值成长投资策略都是属于基本面分析这方面的策略，所以在此仅对这方面的投资策略进行概述。基本面分析基本划分成成长投资流派与价值投资流派，美国为两流派的来源地。

## 2.4 投资策略的选择对投资效果的影响

不同的投资策略有不同的投资效果。目前我国股市上有很多散户盲目投机，没有理性成熟的投资策略可言，所以大多数股民在股票投资中损失惨重。这就是盲目投机带来的负面效应。也有很多学者和投资者借鉴国外成熟的投资理念，再结合我国股市的具体情况，形成自己的一套较为完备的投资策略，也有可能获得满意的投资报酬。陆飞（2008）采用三个估值指标，包括 B/M、E/P 和 C/P 估值指标，构建价值股投资组合，研究发现基于 B/M 的股票组合每年累计收益率高达 320%，明显高于成长股投资组合，E/P 和 C/P 指标结果亦是如此，结果证明了在中国股市中价值投资策略能给提供更多收益给投资者。他的

这个实证研究说明了基于 B/M 指标的价值投资策略能够为投资者们带来不错的投资收益率。此外，艾小刚（2014）基于价值投资理论选取了 23 个财务指标构建了 5 个财务与价值偏好型模型，选取 2003 年 5 月 1 日至 2013 年 4 月 30 日十年间的我国 A 股市场上市公司作为样本，通过实证检验发现这 5 个模型 10 年间的收益率远高于同期上证指数涨幅，这也证明了他的这套价值投资策略能够在我国股市上获得比较不错的投资收益率。

当然，也有很多学者和投资者采用成长投资策略获得了丰厚的投资报酬率，如诞生于 2008 年 6 月的广发核心精选，其自诞生之初就一直秉持着成长投资策略的模式，截至 2013 年年底，在近五年内该基金的净值增长率在 123 只同类基金中排名第六，长期保持着良好的长跑业绩。还有一些采用其他投资策略的投资者们也大都能根据自己的深入研究，形成一套能够获得超额收益率的投资策略，如刘毅（2013）的因子选股法，他采用因子模型得出对股票收益率有显著影响的因子，然后构建最佳因子组合选取股票作为投资对象，也能获得超越其他两种投资策略和大盘的超额收益率。还有一些采用技术分析方法的学者也是如此。但是在这么多的投资策略中，每种投资策略的投资收益率也有高低之分，投资收益率是否稳定等区别，这就说明了不同的投资策略会产生不一样的投资效果，所以投资策略也有优劣之分。

## 2.5 股票市场有效性对投资策略形成的影响

有效市场理论起源于早期对市场价格形成的不确定性的研究。1964 年奥斯本（1964）提出“随机漫步理论”——股票价格的变化具有随机性，是不可预测的。在总结了前人研究成果的基础上，尤金·法玛（1970）于 1970 年提出了有效市场假说。该假说指出股票价格全面体现了与自身有关联的一切信息，任何人都能从中获得有效和公正的信息，所以不可能



有人能够从市场交易中获得经济利润。基于基本面的投资理念囊括有成长投资理念及价值投资理念，本文在价值投资基础上，兼顾股票成长性因素，提出了价值成长投资策略，并用实证方法证明了该策略能够使得投资者获得超额收益，而市场是弱式有效的是以上所有观点正确的条件。原因是当市场为强有效型或半强有效型时，那么采用任何一种投资策略都不会获得超额收益，由于投资者能够从股价中获得绝大部分或者全部相关信息，因此投资者们将会选择更加有效的被动投资，而非无意义的主动投资。但是，世界上还没有完全有效的市场，即使是欧美发达国家的股市也不是完全有效的，这说明股票市场并没有完全反映所有相关信息。所以，如果投资者们能够深入研究目前的公开信息，制定或采用某种特定有效的投资策略，就有可能从中获得满意的超额收益。此外，就算在有效市场上，也不是所有的股票都有一样的市场表现，总会有好坏优劣之分，而如果投资者们深入研究并且购买了绩优股，那么也就有很大可能能够获得超额收益。

## 第三章、价值投资策略与成长投资策略的历史演变及其运用现状

### 3.1 概述

股票有基本价值是一切基本分析流派的观点都认可的,该流派的所有观点都认为股票价格与股票的基本价值是存在差异的,股票的价格由股票的价值来决定,从长远发展看,股票价值是股票价格波动的基本依据。该流派自形成日起,始终为国外投资实务界的主要流派,该流派由于判断股票基本价值的方式不同,在初始阶段大致可划分为成长投资流派与价值投资流派,后来这两种流派渐渐结合在一起,形成现代价值投资、成长价值流派等主要派别。

### 3.2 史密斯的股票投资理论

“内部人员及投机者的游戏”是股票从形成到世纪初被世人普遍认可的观点,他们认为追求安稳的投资者不该沾染股票。近些年,埃德加·史密斯(2009)对该观点提出了质疑,发布了《以普通股进行的长期投资》,在该著作中认为股票与稳定收益债券相比,它是更加优质的长期投资工具,同时该学者还最早提出普通股的未来收益决定其价值的投资理论,为成长投资理论打下了坚实的根基。

#### 3.2.1 股票是最好的长期投资工具

史密斯(2009)对美国股市全年的表现进行了深入探究,最终得出了一个非常令人惊讶的结果。他认为“这些研究是对一个被世人普遍接受的理论的失败的记录,该理论的观点是较优的投资工具包括有债券及高级证券。”他认为普通股从年收益率来看,在该时期的业绩表现远胜债券,在大多数子区间皆是如此,不只是在整个区间。他还指出“普通股总是倾向于对投资本金的价值提升,它具有一股积极的力量,我们所投资股票的平均市值在很长

一段时间内低于投资本金是相对罕见的，但当我们投资于股票处于波峰时的情况除外，而且哪怕在这样的情况下，它的改善也仅仅是时间长短的问题。”

史密斯（2009）在探究普通股作为一种具有优点的投资工具的原因时认为，由于普通股的回报率是指市盈率的倒数—高于股息支付额，所以普通股的价值呈上升趋势，进而复利效应会因该种再投资留存收益的增加而形成，时间一长，股票价值便能得以平稳提升。同时，史密斯还对普通投资者因当时股票的波动性产生的对股票投资安全性的误解进行了调整。他最早提出，股票在当投资时间充足时是一种优质投资工具，债券是一种投资工具，它的安全性被预测过高，在一定条件下，债券不如普通股安全。

### 3.2.2 普通股的价值取决于其未来收益

史密斯（2009）认为，为求出公司的内在价值，人们利用特定的乘数乘以标准化每股收益，此时公司未来盈利能力发展的潜力通常不会被他们所考虑。事实上，当本金增长程度与不同股票相关时，本金增长程度有广泛的范围区间。股票不相同，他们各自拥有的未来本金增长潜力也不一样。最大的乘数应存在于潜力最大的股票。同时他还对股价受到公司未来利润增长潜力的影响进行了重点研究，并积极倡导大家关注每股收益的走势。历史的投资情况不如将来的机会重要。那些收益持续提升的股票都是优质普通股。股利的增加才是投资的重点，本金的增加不属于投资重点。公司将来的盈利能力反而比目前的盈利更为重要。当时人们普遍认可投资于不可预测的未来增长就属于投机行为，而史密斯对股票价值的看法与此不符。但他的观点很快被股市所认可，同时被称为“新时代”的普通股投资理论，该理论是促成 1925-1929 年美国股市牛市的基本理论。

史密斯的投资理论是股票投资思想史上的第二次飞跃，该理论认为股票成长性的两项

洞见是由最佳长期投资工具的特性和股票价值决定。同时，该理论促进了后期成长型投资理念的形成，还揭示了股票长期投资相对于债券投资的溢价空间。史密斯利用债券投资比长期股票投资收益率低的事实，打击了股票投资者的畏惧心理，使投资者的风险态度发生了巨大变化，美国 20 世纪的疯狂牛市也得到了该理论的助力。但史密斯过于忽视股票投资的波动、风险性与股票的资产价值，反而过于注重长期投资的高回报及将来趋势，这种观点也是欠妥的。

### 3.3 格雷厄姆的新古典价值投资理论

价值投资流派的创始人是本杰明·格雷厄姆，他被称为价值投资之父，是证券投资分析领域著名的导师与投资家，也是证券投资分析领域最主要的作家、思想家。格雷厄姆从上世纪初起，逐步形成出了后来为华尔街广泛应用的证券分析方法，像《聪明的投资者》、《上市公司财务报表解读》、《证券分析》等皆是他的基本著作，他于以上研究中，充分讲解了关于古典价值投资的核心思想。

同时，他也最早于证券投资业中加入分析与逻辑的原理，使得世人过度依赖感性和直觉投机的情况产生了变化，也是首次出于理论视角，将投资者放置在股票市场的中心，对股票市场存在投机市场的“迷信”现象造成了巨大打击，全面阐述了价值投资的思想，对华尔街构成了源远流长的影响。

#### 3.3.1 首次强调股票价格背后的“内在价值”是股票投资的基础

“内在价值是指一种已经存在的事实，如明确的前景、收益、资产、股息，它作为依据的价值，它的定义不易掌控，内在价值跟其他受到心理因素与人为操控干扰的市场价格不

同”此观点由格雷厄姆（2006）提出。不难看出，他提出的股票价值概念跟心理干扰、人为操纵无关，而与公司未来发展、股息、收益、资产皆存在关联。

威廉姆斯（1937）的定义的价值跟格雷厄姆定义的价值相比，两者的着重点也有较大区别。前者的折现价值理论认为证券拥有者在以后年份获取的利息和分红的折现现值即是公司价值,公司的未来盈利能力是该理论的重点关注点。而对于后者而言，他阐述了股票内在价值灵活性，未阐述股票价值严谨的概念,认为股息、盈利能力、资产价值等多种因素皆跟股票价值有关，同时他主张反对过度预测，重点关注公司的现实价值，所以他的股票估值方法是把重点放置在已定信息上。“公司价值而非简单的股权价值”是威廉姆斯的价值定义,对他的公司价值进行计算的必要条件包括进行大量的预测,而公司的持续经营是计算公司全部自由现金流量折现价值的前提条件。格氏的价值定义既囊括企业资产进行转换的价值，也囊括公司的赢利能力,该定义隐喻未来赢利能力只是决定价值的因素之一，企业能够开展重组、出售、清算等资产转化行为,但不要求必须是持续经营的。他特别强调指出“盈利能力无法从历史数字对未来收益进行估计的，它代表着预测未来结果,哪怕是用来对未来收益的下降或上升趋势进行预测皆不可靠,换言之，即为某一确定数字的盈利能力定义,及延伸发展的内在价值概念—它和前者一样是明确和可计算的—不能作为证券分析的基本前提。”紧接着再提出“在对资产价值进行深入探究后,我再也未将证券估值的负面因素当作是低于股票价格的资产价值...可能由于相当收益率的固定资产占据了不恰当的比例，投资者在当资产价值超过收益率价值时基本不会对其有兴趣,但应重点关注流动资本或流动资产净额远胜市场价值的状况。

格林威尔（2002）是后期格雷厄姆价值理论的支持者,他对格式的股票价值理论中的公司股权价值进行了划分,划分为了成长性的价值、赢利能力价值、资产价值这三层次。完全可识别的价值包括有资产价值,资产价值囊括了除开负债后的公司帐面净资产价值、重估价值、清算价值等。净重估价值是价值投资者最为关注的东西,无独特竞争优势的股票内在价值在自由竞争领域里就是它的净资产重估价值。公司现有盈利能力的资本化值即为赢利能力价值,此价值可靠性仍然大大超过公司无限年份自由现金流的估计值,尽管它的可靠性差于资产价值的可靠性。公司资产的净重估价值高于赢利能力价值时,公司应开展清算或重组,情况相反时,则说明赢利能力价值多于资产价值的部分代表着某种程度的特许经营权,表明行业存在壁垒。壁垒的无限期延伸是超额赢利能力价值的依靠。最不易估计的是成长性价值,公司的内在价值不能被成长性所提升,仅当占有竞争优势的企业成长性才存在价值。

对公司内在价值的不同理解是基本分析流派中成长流派与价值流派的主要差异来源。市场价格跟内在价值不一样。格雷厄姆注意到与股票内在价值相比,股票的市场价格基本是存在偏差的,市场会在发生这种偏离时对偏离走势进行矫正,他觉得“股票价值与其股票价格相等,市场的判断一直是正确的的观点”是不对的,他还认为“股票市场是集聚了无数人有些基于感性,有些基于理性选择的投票机,而不是一个依照精准的内在价值而清楚真实地记录其价值的计量器”。投资者事实上还遭遇着价格向价值贴近过慢的风险,有可能会长期存在此种价格偏离。“因忽视和误解而低估一种证券的情况可能会存在很长时间,同时因人为刺激或过度狂热而高估一种证券的情况也会存在很长时间。这种延误危及了分析者,原因是旧的价值决定因素在价格恢复价值之前会被新的价值决定因素所取代,那么如此一来之前用于下决定的理由与事实都不再适用。”在极小概率产生关键变化的环境中工作属于投资

者避免这些风险的方法之一。同时也存在诸多其他方法，比如说适应市场大局，在市场稳定的时候尽量选择“便宜”的证券，在市场不确定性增加时，要慎重行事，或挑选那些比较引起公众兴趣的股票。由此可看出理论金融流派对股票价值看法和格雷厄姆的股权价值理论与技术分析流派的观点有着显著的不同，格雷厄姆拒绝把公司的基础价值用供求决定的股价来取代。他认为，股票的内在价值既不能也不需要像股票市场的价格一样定价，它是一个范围，一个近似值。但证券分析的目标找出它们的内在价值是否足以与市场价格相比，而不是对证券的内在价值进行确定，但要知道它们的内在价值是否足以与市场价格相比。如我们在平时生活中，哪怕不知道一个人的真实体重，也可以判定他是否肥胖。虽然格雷厄姆认为没有必要清楚知道股票的价值，但他还是指出了计算股票价值的方法，“证券的价值基本是利用对以后几年的平均回报率进行预测，然后根据资本化率来确定的”，即公司未来年收益率的资本化系数，这就是当前在应用的市盈率的定价方法。但格雷厄姆并不是对股票价值进行简单的计算，他还指出，未来的预测应该非常仔细地考虑过去的历史销售数字，有时还需要相当粗略地假设“平均收入会重复”，这比由情绪假定的其他数据更可靠，他在对资本因子进行确定时认为，资本因子是由于一般的股利会计、管理层、长期背景、当期利率、资产负债表、公司特征等因素决定的。同时为避免对公司赢利能力的判断过度消极或积极，可把公司的长期平均利润率代替简单的利润趋势推测每股收益。在他的诸多股票估值案例中，经常将隐性资产价值、加权价值、破产价值、账面价值等估值方法结合起来应用，对于人们在计算股票价值时，大量应用数学方法的趋势，他认为“我对高等数学在牛市中的受欢迎程度进行了评价，并应用了大卫杜兰曾经有关这方面的评论.....数学往往被视为能够形成精确的结果。但数学在股票市场中的应用却不是如此，而是我们得到的结果随着

数学复杂程度的加深而不确定性增加，同时结论就越具有投机性。我从未在华尔街的经验和研究中见过一种可靠、准确的普通股价值计算方法，高等数学、微积分不管是什么时候被用作计算器，都是在尝试代替经验理论的警告信号，同时基本是在投资的掩护下开展投机。这些观点将当前显著的华尔街估值方法与“格雷厄姆式”的股票估值方法区别开来。

此外，“股票整体性价值”这一创新性的定义由格雷厄姆提出。“如果我们继续研究识别廉价证券的技术，我会认为，检查这些证券价格是否过高或过低的根本途径是，把公司的总价值跟它们的价格比较一下，“投资者必须以购买全公司的态度购买股票即为股票整体性价值”，从公司控制股东的视角，我们可以判别按照股票市场来评估公司价值的做法是否可行”。他还提出股市投机者与公司控制股东者的中间位置属于股票投资者,但该位置事实上属于是私营企业的小股东，但他们相对于控制股东更占优势，可随时抛售股票，所以说，投资者在当公司价值被股票市场低估时可认为这是短暂持续的情况。而当处于清算价值还高于股价的这种特殊情况时，会提供优质购买机会给投资者。区分股票投机者与小额投资者、从整体性价值延展出的控制权股东、以及同企业的资本价值观念的转化共同成为当代价值投资理论的中心思想。

### 3.3.2 提出了普通股稳健投资的核心概念——安全边际

格雷厄姆投资方法论内容的基础概念是“安全边际”。安全边际思想囊括了风险溢价的概念，投资者必须利用股票市场价格与股票内在价值之间的差距来维护自己的投资，价格贴近于价值仅仅是时间长短问题，投资者的回报随着价格与价值差的增大而提高，要是一个企业的股票市场价值低于该企业的流动资产价值（资产减去负债）净值，该企业的清算价值可能高于市场价值，并且实业投资者投资的安全边际随着其涉及的几率增大而提高，



但是格雷厄姆对价值的定义跟他对风险的定义一样，两种都不易通过数学来代表，“只单单把风险的概念用在价值损失上，而价值损失要么是由与内在价值相关的价格支付引起的，要么就是由公司严重恶化或由实际销售导致的。“因为下跌并不意味着正经历着损失的真正风险，所以一个诚实的投资者不会因为他的股票下跌而处于危险之中”。所以，古典格雷厄姆价值理论认为，下跌的可能性并不是风险，股票价格的波动不是风险，风险基本是与股票的内在价值的支付及内在价值有关。而依照经典价值理论却是完全不同的，“波动不是你的敌人而是你的朋友”，被低估的股票提供给你购买机会，被高估的股票应该是有利可图的，因此，评估投资风险的基础就是认识股票的内在价值。格雷厄姆与愿意以任何价格购买优质成长股的成长型投资者相比，他尤其重视控制购买价格，即利润的基本要求为内在价值的购买价格一定高于买价，而保护好“安全边际”是投资成功的关键。投资者不该付出过多成本来用于成长股增长，哪怕成长股值得花钱。任何投资决策的重要因素都包括有购买价格，低购买价格能够把不良证券转化为优良投资机会，只存在不够低的售价，不存在不值钱的资产。

投资者并不完全理性，金融市场也不完全有效，这是早期格雷厄姆的观点，于是他提出了“市场先生”这一关键定义，以鼓励投资者能够对市场行为加以认识，他的行为理论的基础是“市场先生”假设，他在所著作的《聪明的投资者》指出：“如果你有一些私人资本，那么你的一个合伙人或者可以说是市场先生可能对你十分有帮助。他会每天都会提供一些股票价值想法给你，并建议你根据这些股票价值的情况来买卖你的股票。有时，他的想法依照你对公司的认知可能是可行的和正确的。但他常常过于激动和忧虑，你就会认为他的建议十分愚笨”。基本上，价格波动只对真正的投资者重要，具有如下意义：提供购买机会给投

投资者，即价格大幅下跌时；提供售出机会给投资者，即价格快速提升后。

聪明的投资者应该相信自己的判断，毕竟“市场先生”有可能具有投资者的非理性、贪心、恐惧的特征。他们可以从每一天的价格波动中得到利益，也可以忽略不计。投资者必须攻克“市场先生”的影响，这是赢取市场的前提条件。由于他是一个情绪多变的人，所以他必须攻克贪欲与恐惧，提炼理性投资的态度与精神，于市场乐观时保持谨慎，于市场恐慌时保持乐观。投资者要充分利用市场的非理性与低效率，因为股市不是随时有效的，它常常对股票价值过于低估或高估。在对价格偏离价值的原因进行探析时，“心理态度对理性投资而言比技能更关键”。他指出“市场错误能够追溯到一个或多个原因，它也是由一大群人或数不清的人的过错共同组成”。非理性忽视了导致错误的行为，不单单是恐惧与贪婪。投资者必须对公司的价值份额和市场的持续蔓延进行区分，具有有一个良好的价值评估，并着重考量公司的股息收入与运营。格雷厄姆并没有否认金融市场的长期效率，尽管认为市场并非全面有效，他对市场突然低估和高估的情况十分关注，“股市从一段时间来看，股市是一个股票机，但它从长远来看是一个称重机”。

对股票市场的看法有所变化是格雷厄姆在后期阶段的体现，他于《证券分析》中提出，达到预期结果的分析师不单单依靠证券分析行业的竞争水平，也依赖于他们自己的分析能力。大量优秀的分析师随着机构投资者的持续发展逐步都迈上了寻找投资机会的道路，“相对有效市场”的关键概念也被格雷厄姆也预见到了。“目前众多分析师对少于其人数的公司进行分析，此类情况导致的真正贡献是提供相对价格水准给市场上领先的公司和大量的二线公司，当前价格基于已知和可预见事实的条件上正位于相对正确的区间范围内，所以说存在不断超过业绩平均水平的机会可能性很小。分析师基本都会承认的有关预期与事实被

相对市场价格反映出来。”现代有效市场理论与以上观点十分类似。格雷厄姆事实上一直觉得无人可对股市变化开展成功预测，所以说他始终都是坚信股市“弱式有效”的。

### 3.4 威廉姆斯的投资价值理论

投资价值理论的发展人之一是约翰·威廉姆斯。他所著作的《投资价值理论》于 1938 年发表,最早提出了公司证券拥有者在将来得到的利息的现值及分红与公司价值相等的投资价值理论,准确的度量公司价值的计算方法于该理论中被指出。他提出的未来现金流折现与公司价值相等的思想,适合应用于经济领域和全商业。该理论更一举变成当代证券分析及企业财务学理论的出发点，他的理论成为成长投资理论的根基。

威廉姆斯反对当时金融投资圈受欢迎的股票市场有神秘的预测经济循环功能的观点,他认为，最先变动的是投机价格,紧接着经济活动变化,之后再轮到利率变化，最终，为预测经济循环变动的观点正确与否，要充分利用获得的投机者群体拥有的投机者个体所不具备的“集体智慧”。由于投机者们不具备超人能力,所以“企业定单”指标是领导预测经济循环波动的指标，而股票市场不是。同时，股市波动并不是根据投机者神秘的集体智慧而变化波动，大多是伴着企业定单指标而变化波动的。

#### 3.4.1 投资价值守恒定律

威廉姆斯坚信，股票的市场价值与股票的实际价值是两个基本不存在相似的概念，两者由不同的因素分离和决定。而短期股价是由投机者的基本面和边际观点决定的，“预测公司红利的变动是投资的核心问题，对其他投机者想法的预测是投机的核心问题，由于新闻事件基本决定边缘舆论的变化，所以投机行为又基本成为对新闻事件的预测，目前只有两种方法可以做出好投机：选择可影响新闻事件力量还是选择欺诈。”因为短期边际意见基本

决定股票价格，所以它在短期内必然会发生价格的巨大改变，甚至是股市恐慌。

威廉姆斯资产理论中的“资产守恒定律”与金融理论非常相似，但却很少被关注，他说到“假定公司未来给证券持有人的收入决定公司的总投资价值，公司获得资本的方式不论是利用利息还是股息的形式都跟公司的基本价值没有关联，如果有人或机构拥有公司发行的全部债券、股票和其他期权，公司汇集资金的方式对这位投资者来说不重要”，换言之，企业接受资金的方式跟企业的总投资价值没有关系，债券是合并为两种次级债券还是转换为股票，公司整体价值都不变，能量守恒、物质不灭定律跟投资价值守恒规律类似。同时，节约投资价值并不代表着是对市场价值的节约，原因是公司价值与股票的市场价值不相等。

米勒和莫迪里亚尼的资本结构理论与威廉姆斯的企业价值守恒定律的基本区别是威廉姆斯认为企业市场价值是企业市场价值，企业价值是企业价值，这是可以区别的。而米勒和莫迪里亚尼认为，企业价值就是企业市场价值，这是相同的概念。威廉姆斯发现财务经理的融资协议与公司的长期价值无关，这是投资价值守恒定律的来源。企业价值范式由威廉姆斯的投资价值理论提出，该范式即企业整体价值等于已发行债券的投资价值与已发行股票的投资价值之和，到期利息和资本的折现价值等于债券的投资价值，连续经营时间内股利的折现价值等于股票的投资价值，该范式与规范的经济理论完全一致，也最早对企业价值的计算方法进行了明确定义，说明了投资价值的根本定义，对被投资单位未来自由现金流量与股票价值的关系进行了阐述。其企业价值守恒定理对公司资本结构与公司基本价值之间的关系进行了观察，对以后的金融学家有着深远影响。他还倡导投资者应该开展长期投资、市场价值与企业价值应该相互分离等诸多观点，这些对成长投资理论构成了巨大影响，对以后的诸多投资理论家和实践人士都有着很大启发。不过，威廉的价值模型与价

值理论也存在较大弊端，企业被假设为持续经营的，且不开展资产处置、企业清算等资产转换，这与投资者一直遵循最高收益折现率却不顾风险的事实不符。其否认了不确定性对交易者消费价格构成的影响，使得短期股价的决定全部被认定为边际看法。

### 3.5 费雪的成长投资理论

#### 3.5.1 成长投资理论

成长投资理论由威廉姆斯价值理论逐渐演变发展而来,公司的未来成长与股票价值紧密相关,股票价值能够通过对其精确“量化”而求出具体的数。在这之中，公司成长的结果、成长性公司的特征是威廉姆斯的成长理论的分析所在,该理论并未直接告知投资者成长性公司最有可能为哪种类型的公司。费雪的成长投资思想,从投资者怎样探寻成长性公司的视角,避开严密的计算，从某家公司的诸多“质化”因素来对公司成长价值进行判别，比如说，经理人诚信、竞争优势、管理创新、新产品开发等“质化”因素。费雪的成长投资思想体系的大致形成由他撰写的《普通股的非凡利润》所反映,他被认为是当代成长投资理论的创始人之一。

费雪认为是否寻找到存在成长价值的股票是决定投资成功与否的关键，尽管他的投资理论并未提供给企业价值一个明确的定义。他指出“寻找到以后几年每股赢余将大幅成长的少数股票是投资成功的关键。”费雪把成长股定义为在以后数年或数十年赢余将大幅成长的股票。他指出，股票主要是利用预测经济周期来堆积财富,在经济发展好时购买，在经济发展不好时抛售，投资增值的概率性较高。但由于政府目前增加了对经济干预的力度，经济的盛衰周期已不像以往显著。同时伴着企业研发投入的持续加大和其营销技术的发展创新,持续出现了许多新市场、新产品,企业的持续成长已是一件可能发生的事情。费雪指出“各个金融机构在之前的数十年内开展过大量探究,对两种投资购买的股票提供的高股利收益率进

行了比较分析,股票收益率都很低。不过对于公司的资产再投资和未来的成长而言,本人认为,多个研究都得出了相同的走势,“成长型股票的资本增值幅度在未来五年或十年内皆远超其他股票”。威廉姆斯价值理论为了对公司的成长价值进行严格计算,对公司未来现金流量进行预测。而费雪价值理论跟该理论相比,不同的是,费雪更着重探究公司成长的内在原因及让投资者知晓哪些企业会成为成长企业。

费雪指出股票市场市盈率与公司每股收益这两个因素的提高决定了股价的上升。其中每股收益的上升对股价的影响不及市盈率的上升对其的影响大。而金融圈的评价和市场情绪会影响股票的市盈率的变动,并不受已经发生事情的影响。

### 3.5.2 行为投资理论

“尚未被金融圈看好的,管理团队稳定上升、优良诚实的股票”属于公司具备的几点主要特征,该特征也是费雪坚信最理想的保守投资对象所要具备的东西。投资人要赢取最佳收益,就不能在购买的优质成长股开始上升时马上抛售,要坚持到金融圈看法转变,股价因合理的提升而高速上涨时再抛售。费雪还提出“因为我们如今能够明确看见评价金融圈对某一家公司的评价,及这家公司真正的基本面之间可能具有的差异,因而在深入检视金融圈所做评价的实质时花费应有时间更具建设性。”存在一定毅力的投资者,可以明确辨别事实真相与市场印象的差异,可以以低风险寻求到某些优良投资机会。这容易反映出,他的成长投资理论体现着金融市场并非全面有效。

费雪认为耐心是投资中取得较大利润的前提,有力的神经系统是投资成功的前提条件。由于股票市场具有相应的欺骗性,人们顺应投资大潮的结果几乎都是以失败告终。费雪认为投资者必须跨越艰难险阻才会收获利益。费雪认为寻找到长时间利润、销售都大幅高于行

业水平的企业，可作为致富的渠道。他还指出一旦投资者探寻到赢余的存在，而该公司的股票价格没有因赢余增加的预期而立刻提升，便可大胆投资。“投资者不须对股市或整体经济的前进方向进行预判，应有具备这样的判断能力，判断他想购买的股票会有哪种影响，同时发生错判的概率也很小，如此一来投资者就占据了两个优势。首先，他未把希望寄托在仅凭预测的事情上即股票市场及经济的整体走势，而是放在个股的成长上即他十分肯定的事情上。并且，他仅仅会购买获利能力可在中短期间内大幅提高的公司股票，因而会收获其他力量的支持。

费雪不认为投资机会的方法要依照股市走势来确定，他认为要以具体股票是否仍有发展性为购买凭据。也就是说，成长股基本都是适合买入的，但当面临整个股市过于浮躁或股票的成长性已获得全面体现这两种情况除外。他指出成长股可能有“最好”的购买时机，比如说，一家成长型公司刚刚成立时，遭受了突发短暂的意外；新产品、新生产线并不“一帆风顺”；全体股市暴跌等。他在对股票出售时机进行探究时，认为“出售股票的时机永远不会在我们做出了正确购买普通股的决定后还出现。”因为投资者可能会忧虑市场是什么样的，为避免投资者因忧虑大盘情况而推迟购买值得投资的股票的情况出现，他们也应长期持有成长型股票。事实上，投资者忽视了个股成长，即忽视了强有力的力量，这样一来对市场走势即大盘走势的参考力度反而较弱，会产生处于相对高点时把股票抛售出去，处于低点时把股票再购买的想法。但低点回购股票的作法在现实中真正实现股票利润的高增长的却很少，人们不易对长期投资进行预测。费雪认为，成长股之所以有必要对其进行长期投资，根本原因是“在当今时期，市场潜力是巨大的，世人的欲望是无尽的，企业的成长是不受约束的，不像人的生命有一定年限。”他还认为，“一般来说，仅仅存在小部分获得成功的投资者

明白该原则。一旦严谨地选择出了一只股票，且它顺利通过了时间检验，就不易寻找到抛售它的缘由。”

格雷厄姆的内在价值论与费雪的成长价值论对股票价值的决定因素的认识相差较大，尽管说他们两种理论都相信股票价值，而且在真正的实践中，费雪的长期投资更具有优势。倡导投资者忽视股票市场的常态波动是费雪对成长投资理论的核心贡献，进而使得确实成长的企业得到更多的关注与重视。他归纳整理的成长企业特征是对美国上市公司成长受到的当代企业管理技术的深远影响的反映，让投资者寻觅到了企业取得成长的根本原因，使投资者调查及探究到内部的管理、经营领域。他将公司实地调研与“闲话”研究引入华尔街，使他们变成当代股票分析的关键工具。他的长期的投资理念及对有前途的公司相对集中投资的观点皆对以后的投资者构成了深远影响，不过费雪的成长投资理论并不完善、严谨、精准。费雪的增长投资理论、威廉姆斯投资价值理论及史密斯“新纪元”长期投资理论思想都对美国上世纪 60、70 年代的成长投资热潮构成了重大影响。那时诸多成长投资理论的重要信徒出现在投资实践中。后来，出名的华尔街基金经理威廉·奥尼尔也对成长投资理论进行了发展，他非常坚信成长投资理论。他还在成长投资理论中加入了心理分析、技术分析理论。他在 20 世纪 80 年代和 90 年代作为势头投资者的代表，发布了 CANSLIM 股票期权模型，对该模型进行了概括，同时对符合近 40 年来美国股市 500 股翻番甚至数十倍的特点进行了归纳整合。该模型一共有 7 个字母，这些表示着大盘股的 7 个特点：C 表示，本季度 EPS 年增长率最佳点是大于 50%，但至少也要大于 30%；A 表示本年度利润率最佳点是大于 50%，但至少也要大于 20%；N 表示公司设置了新的管理层，股价已达到历史高位，或研发出了飞速发展的新产品；S 表示不应过大的股票库存供应，最好是股票供给少、市值低、



股本少；L 表示该股票是证券交易所的龙头股，发展趋势有力，对市场构成的影响颇大；I 表示该股有被几家优秀的机构投资者认为表现良好及有一定数量的新股东；M 表示，市场趋势通常不是在熊市中持有股，而是在牛市中持有股票。奥尼尔作为一名完全的乐观主义者。他认为投资公司的巨大成长、美国人的技术进步、创业精神是巨额投资的来源。他相信只有成长中的公司才会产生快速的股票。股东要想拥有巨大的财富，可通过公司拥有新的盈利模式、产品、管理理念来实现，“加速”的股票增长能够给投资者“惊喜收益”，这是投资者追求“意外利润”的理想目标。人们对未来的希望从增长型投资到动态投资再到世纪的网络投机越来越大，而投资的欲望反而愈来愈少。本杰明·格雷厄姆早些时候警示到，成长投资压力过大与非理性的“博傻”之间存在联系。

### 3.6 巴菲特的价值投资思想

#### 3.6.1 从股东角度投资企业

沃伦·巴菲特作为一名投资大师，在世界范围内都非常著名。作为美国最卓越、最富有的他，也是 21 世纪重要的投资思想家之一。巴菲特的投资思想主要深受两方面影响：一方面来自于格雷厄姆，他是巴菲特的导师，其投资理论深刻影响了巴菲特。另一方面来自于费雪投资理论。巴菲特从两手走到伯克希尔首席 CEO 的位置，通过对价值投资理论的成功运用，他成为了股票市场上的一个传奇。从 1964 年至 1999 年，在巴菲特执掌下，伯克希尔股票账面价值从 19.5 美元一股涨至 40000 美元一股，伯克希尔股票内在价值增速更加惊人。伯克希尔公司在这一阶段，每只股票账面价值实现了 24% 的年复合增长率。巴菲特对其导师的投资理论进行了更新和创造，并注入了新价值和新内涵，这些在其对股东的一

系列信中也有所体现。

格雷厄姆投资思想中指出，投资者应该把自己作为所有者来思考，简单来说就是投资者想要成功，购买股票时就应该将自己作为该股票公司的 CEO 或股东。巴菲特也很好的继承了这一点。他认为公司经理就是管理投入资本的人，股东就是提供并拥有资本的人。巴菲特对其导师理论进行进一步思考，表示投资在具有股东思维的同时，也应该有股东行动，在选择投资对象时，尽量挑选管理较好的公司。

巴菲特表示，公司经理只有在思考时把自己当作所有者，才能将股东利益牢记于心，才能做出更适合公司的决策。他还表示人才是治理公司的关键要素，只有管理公司的人是能干、勤勉、诚实的人，才能实现公司的良好治理。比起汇报对象、内容、时间以及设计等级制度，一流成员对公司来说更为重要。

公司重要性是巴菲特一再强调的重点，他表示杰出管理者或经理必须具备三个特征：一是从所有者角度思考；二是对公司保持热爱；三是才华横溢且品格优良。在选择董事会成员时，应该考虑以下三方面：一是专业知识；二是是否倾向所有者；三是利益。如果以巴菲特说法为依据，美国公司在董事会上存在共性问题，董事会成员并不是按照上述三标准来挑选的，很多都只是为增加董事会声望或多样性挑选董事。巴菲特对美国董事会进行了分析，主要包括三种模式。一是董事享有最弱的权利。当经理部门与董事存在不同意见时，董事要么反对，要么辞职，别无他法。二是另一种极端情况，董事拥有最大的权利，公司在这种情况下，会有许多控股股东不直接参与公司管理。如果产生不同意见，董事可以直接向控股股东提出问题。三是在实际情况中，最常见的是公司里没有控股股东，这种公司通常来说管理问题最为严重。董事如果可以直接提供约束，作用会非常大，但是董事会自由

散漫，会防范约束出现。巴菲特认为，在最后一种情况下，董事会只有缩小规模，才能实现效用最大化，此外董事会成员应主要为外部董事。

巴菲特认为想要处理管理部门与股东之间的利益，并不能依靠奖励主管部门公司股票期权来实现，甚至他认为这种方式被许多投资学家过分追求和吹捧，实则这种奖励方式反而会加深管理部门与股东之间的矛盾。有许多公司将股票期权支付给管理人员，但期权奖励的依据并不是运用资本，而是以留存收益增加为依据。按照这种方式进行再投资，虽然管理者可以向董事会报告年度收入呈增长态势，但资本并没有提高其回报率，管理者就没有资格获得股票期权。股东财富经常会被股票期权剥夺，主管人员也能得到这些战利品。并且一旦授予这些战利品，就无条件不可撤销股票期权授予，管理人员也能在与个人业绩没有关系情况下，获得利益。虽然巴菲特对通过赠予股票期权方式，潜移默化让管理者在思考时把自己当作所有者这种方式呈赞同态度。但这种协调利益方式并不完善，会将股东置于股票下跌风险之中，但期权持有人并不会陷入这种风险。因此，巴菲特告诫正考虑使用这种方式的股东，一定要注意利益协调方式导致的不对称现象。尽管有很多股东对代理声明漠然置之，但是股东必须率先思考这些代理声明中可能存在的预期风险。

业绩是决定主管人员薪酬的主要依据，关于这一点，巴菲特在致股东信中也着重进行了说明。公司应该用自身盈利水平与能力去衡量主管人员业绩，换句话说就是衡量主管人员业绩，应该通过留存收益或公司运用资本费用扣除后的利润来衡量。若通过股票期权进行衡量，那期权不应该与公司业绩有关，而应该与个人业绩有关，同时在定价上应该以公司商业价值为依据。巴菲特认为，在主管人员报酬中，不应该包括股票期权。公司应该允许管理人员购买公司股票，只要他们愿意。因为这种方式下，管理人员自然而然的站在了公

司所有者的角度。巴菲特提出的“股东角度”与其导师理论存在一定差异，巴菲特更重视控制股东，在资产管理与公司治理参与上呈现更加积极的态度。

### 3.6.2 新“安全边际”和价值论

与格雷厄姆价值论相比，巴菲特价值理论继承了诸如“安全边际”、“内在价值”等观点，非常看重在投资成功中买价低廉的作用，但是巴菲特认为影响公司价值最重要的因素是公司未来走向与趋势。巴菲特认为只有满足以下两个条件才算是理想的投资对象：一是实际价值高于价格；二是公司自身价值应该呈现增长状态。巴菲特比起二三流公司，更愿意购买一流公司股票，因为巴菲特认为一流公司的扩张价值要比二流公司静态价值更具价值。巴菲特并不完全反对其导师的资产价值理论，与与其导师相比，巴菲特明显更具进取心，敢于将公司预期判断融入到价值评估中。巴菲特曾说过，在其早期购买股票的投资活动中，购买一些账面价值远远高于股价的股票就像伯克希尔股票一样，在当时看来非常值得，即使那时他已经认识到这种想法并不理想。如果购买股票的价格很低，公司财富就会产生一定波动，股票购买者就能找准机会脱手，以此获得更多利润，但是公司在长期范围内，可能并不会有很好的表现。这就是雪茄烟蒂投资法，简单来说是指如果你在大街上发现几乎抽完、可能不能冒出烟的雪茄烟蒂，但是本着买便宜东西的思路，认为可以将这个雪茄烟蒂最后的利润发掘出来。如果你不是一位公司资产清理者，那这种方式就非常可笑。第一，之前低的价格可能会变高。对于一家情况糟糕的企业，问题会一个接着一个问题出现。第二，后期公司低回报会将在初始阶段获得的优势全部抵消掉，时间对于发展好的企业来说，是朋友；对于发展不好的企业来说，是敌人。因此巴菲特坚持在买进普通股时选择一流公

司。

显而易见，巴菲特在早期进行投资时主要采用其导师的投资方式，这也是许多散户选择的投资方式。但是，巴菲特在后期开始重视研究公司特质、管理方式，一直强调买进一流公司不能太贵。在这个阶段，巴菲特就逐渐开始拥有和使用自己的投资思想。巴菲特在“安全边际”上也持有与其导师不同的观念。那巴菲特如何看待内在价值？在这一方面，巴菲特采用的是威廉姆斯的定义：内在价值是企业剩余寿命生产出的现金流折现值。巴菲特同时也强调，公司其实很难预测未来的实际情况，内在价值并非是一个精确值。在对企业进行评估时，50%靠科学，50%靠经验。长期内回报率很高，不断增值的公司才是值得拥有的公司。巴菲特针对预测公司未来趋势这一问题，分别提出了以下两种思路：一种是固守自身比较了解的公司。通常这些公司业务比较稳定、简单，在未来，这些公司也很难会出现很大变化，在预测其现金流上也比较准确。另一种是在投资时，始终坚持“安全边际”思想，不对公司未来发展付出太多。巴菲特表示，投资者在选择可流通证券时，会采用与完全收购公司评价方法非常类似的方式，我们应该要求这家公司具有良好前景、经营者非常正直、善良、购买价格具有吸引。在买价方面，格雷厄姆持有的是“绝对低价”思想，而巴菲特持有的是“相对低价”思想。

巴菲特在未来价值内核方面吸收了成长投资理论的相关概念，认为公司的优良管理与长期前景非常关键。巴菲特偏爱的企业有共同特点：具有扩张价值特质。这些企业一般为“收费桥梁型”企业，或者是“消费独占型”企业。企业被巴菲特分为两类：一类企业生产一般商品；另一类企业拥有“消费独占”特质。大量生产者、生产能力过剩、竞争过度是一般商品企业的特征，原因主要是因为该类企业拥有较多替代品，且其行业壁垒比较低。想要赢得

优势，低成本是主要途径；管理层的努力与智慧、盈利水平较低、毛利率较低都是决定公司竞争成功的关键因素。利润水平起起伏伏，盈余一般用在保持竞争力与更新设备上，很难实现公司价值复利增长。此外，品牌忠诚度缺乏且差别优势不明显，顾客在选择产品时，只能考虑价格这唯一因素。与一般商品企业特征完全相反，消费独占企业一般产品商誉很高，产品具有较高的使用率，客户忠诚度高，竞争壁垒也较高，能够产生较高的回报率，一般商家想要维持最为基本的营业额，就必须出售这些产品。此外，优秀公司管理人员应该比较坦诚与理性，绝不盲目跟从法人机构，可以非常理性合理的对公司盈余进行处理，在诸如发放红利、收购、再投资等决策中，也更为谨慎认真。

巴菲特在选择投资对象时，选择未来变动小、业务稳定且简单的投资对象，这一价值理论巧妙解决了威廉姆斯与格雷厄姆价值论中的矛盾对立问题。此外，巴菲特并不赞同费雪主张的成长投资理论，赞同格雷厄姆的“安全边际”思想。所以，巴菲特从本质上是格雷厄姆式投资者，他掌握更为综合的股票价值思想。

### 3.6.3 市场的有效性

从投资者的角度看，巴菲特与格雷厄姆的观点是一致的。他们都认为普通的大多数投资者都是市场先生。他们的投资行为并非理性行为。而从宏观的整体市场角度来看，巴菲特认为不存在完全并永久有效的市场。针对有效市场理论，巴菲特以自己的成功作为相反的事例，论证了有效市场理论的不正确，也不合理。他认为有效市场理论的得出就是不合理的。有效市场理论是根据股票市场有效而得出的。这样一种非黑即白的推理在逻辑上就存在着错误。同时投资风险的新概念也是巴菲特提出的。它的风险理念关注的是投资者在投资行为中可能会遭受到损失和伤害的几率。而非之前所认为的贝塔值和波动性。如此一

来评估投资行为所带来的风险，就要对公司的各个方面作出全面且比较准确的判断。从公司的管理层状况，产品质量，产品市场占有率，竞争者对手面，到企业的整个经济活动状况，固定资产，流动资金，运营状况等都要考虑进去。总而言之，一项投资获得最低回报的购买力等于最初投资加公允回报率。对投资风险影响较大的因素主要有以下几点：一.企业的长期的经济状况和特性。二.管理层管理者的水平和整个层面的运营状况。三.国家层面的税率包括现在和未来的。四.通货膨胀水平。巴菲特认为贝塔值是很荒谬的。它的荒谬在于认为在低价位处投资比在高价位的投资更有风险。他认为这是不正确且不可理解的。以股票举例来说，一只在市场上已经径直下跌的股票，投资者在低价位时投资比他在高价位时投资所面临的风险要更大。他认为这是不合理的。他认为贝塔值不能区分出各公司之间的内在风险，但是消费者却可以通过对产品的消费来区分出。且能通过产品的市场价格判断出买入的机会。巴菲特认为贝塔值的错误在于他疏忽了一种情况。即使近似正确的原理远比错误的精确强。贝塔值不是获得长期投资成功的支撑。长期投资要获得成功，首先要有一种意识，投资者就是企业的所有者。投资者在投资时要懂得分散组合。所以巴菲特投资风险的本质是企业能否获得生存发展的风险，是企业经营运营状况的风险。而非是受市场影响到股价所带来的风险。股价波动的风险对长期投资的影响并不显著。投资者最大的风险是在于能否选中一只质地优良的股票，且在合适的时机，如股票大跌时买入。一只质地优良的股票，在股价大跌时，正是勇敢大胆投资者的天赐良机。在此我们明确的看到了价值投资与现代金融理论的冲突对立。巴菲特对贝塔值的批评，是来自于实践的。

### 3.6.4 集中化投资

不同于现代金融理论的是巴菲特在投资中并不过多提倡分散投资。相反的，他倾向于投资组合集中化。他非常欣赏和认可凯恩斯，认为他不但是一位在理论表现上才华横溢的经济学家，而且还是一位在实战中非常精明的投资者。投资者应该把资金聚集起来集中投入到几家企业中，数量一般为两三家。投资者应该对这两三家企业整体状况非常熟悉，尤其对管理层的情况很清楚，且也很信任。当然管理层也是值得被信任。按照这样的思想，投资研究太宽泛，投资太分散，相应的，风险自然就升高。投资相对集中，之所以有可能会降低风险，是因为投资者有足够的精力去了解 and 收集要投资企业的信息，能充分熟悉要投资的企业。当然巴菲特并不是完全的否认分散投资。他认为作为一种民间智慧，分散投资只是现在过犹不及。分散投资一直提倡，不要把所有的鸡蛋放在同一个篮子里，而巴菲特认为把所有鸡蛋放在同一个篮子里，然后好好地看住这一只篮子也是一种非常好的策略。

巴菲特是这么认为，也是这么做的。以他控股的伯克希尔公司为例。这是一家涉足除纺织业务以外多种业务的控股公司。它的主业务也是最重要的业务，就是保险。他的保险业务又主要是通过他完全拥有的子公司来实现。巴菲特身体力行，他控制的伯克希尔公司如 GEICO 公司（美国第七大汽车保险商），以及通用再保险公司（世界第四大再保险公司）等。伯克希尔公司还涉足了出版业。他出版了布法罗新闻报，百科全书。同时还生产和出售家具，还有清洁系统。更令人难以置信的是冰淇淋，鞋子，压缩机，他都拥有自己相应的生产公司。除此之外，伯克希尔公司还在多家大企业持有相当份额的股权。这些大公司中就包括美国运通公司，我们熟悉的可口可乐公司，迪斯尼，麦当劳，华盛顿邮报。当然也涉及到一些金融相关的机构，如联邦房屋抵押贷款公司，富国银行。



他们喜欢采用两种方式购进有价值公司的股权。一种是以合理的价格协议收购。协议收购时往往会收购公司 100%的股权。另一种是在公开市场上远低于形成合适的价格买进公司的部分股权。格雷厄姆曾提出以市场判断来进行投资，有时候是不理智的不准确的。因为市场受各种因素的影响，股价会受到波动。所以投资者没有必要过分关注股票的市场报价。这一点巴菲特与格雷厄姆是一致的。但与格雷厄姆不同的一点是，他们在股票脱手时的观点不一致。格雷厄姆认为市场上股价到了合理价位就可以脱手了。而巴菲特坚持的是长期投资。这种长期投资甚至是等于了永久性投资。用他自己的原话说就是“我们不会因为股票上涨而抛出股票,或是因为已经持有了很长时间就抛出股票,只要公司的未来产权资本收益令人满意,管理人员称职,市场没有大幅高估公司的价值,我们愿意无限期地持有任何证券。但我们不会出售我们保险公司的三只普通股,即使它的股价高的离奇。”他不太赞成投资者太活跃的投资行为。他提倡投资者要擦亮眼睛,选择优质投资对象,长期持股,静待企业成长壮大。长期投资过程中,投资者要经得起诱惑,包括回报和风险的双诱惑。他直言,这就是伯克希尔公司获得利润的秘密。

从这点来看,他与格雷厄姆有很大区别。他坚定认为长期投资同安全边际一样重要。而格雷厄姆主张分散投资,主张短期持股。

巴菲特是个很注意规避风险的人,但同时也是个很看重套利机会的人。他早期投资的很大一部分收益就是来自套利。格雷厄姆曾提出过要懂得隐蔽资产进行价值投资。巴菲特很注意实践这一理论,虽这种投资行为次数少,但都很成功。洛克伍德公司,阿卡他公司都是很好的案例。他认为套利投资和投机在本质上是不同的。投机行为往往是没根据或根

据不可靠。而套利是有比较可靠的现实基础的。它的根据是各种信息的综合，而不是传闻谣言。

巴菲特的投资理论主要是来自格雷厄姆，但有融合的多项投资理论。他是一位集大成者。同时他实际上也活跃于上世纪末的美国股市。他的三大投资思想给现在价值投资思想带来了新方向。长期投资、控制投资、套利投资三大投资理念改变了投资者以往的角色。传统的投资者处于被动消极的地位，而在巴菲特的概念里，投资者是公司企业积极的管理者。一名价值投资者，他要介入公司资产的配置重组和管理。价值投资者的关注的是企业的运营管理，关注其发展前景。随市场而波动地股价只是投资参考的一个变量。在巴菲特的投资概念里，股票、资产、金融市场投资的界限已不再分明。

### 3.7 怀特曼的现代价值投资理论

20 年代末期价值投资理论被不断完善，各位专家学者都发表了自己的见解，以马丁·怀特曼教授的主张最为系统，提出了新的投资角度和方式。《价值投资一种平衡的分析方法》中详细阐述了怀特曼提出的具有现代价值的投资主张。

怀特曼所提出的投资方法属于现代价值投资的范畴，与之前所提出的有效资产组合理论存在差异，也区别于现在做证券分析时采用的新古典的价值投资方法。他通过一种新的角度看待资产投资，新增了外部消极小投资人（**Outside Passive Minority Investor, OPMI**）这一概念，以他的观点来看，华尔街股票定价与 **OPMI** 定价无本质性区别，股票投资的理论也要符合于 **OPMI** 定价。现代的价值投资者不固守传统，而转变投资方法，利用实业资本增加投资的价值，发挥股票的资产价值，灵活转换公司的各类资源，实现金融市场的价值最大化。

与传统投资理论的特点相比较,现代价值投资理论有很大不同,主要表现在六个方面。

1.现代价值投资的分析方法较为全面均衡,企业不只有经营者这一个角色,可以在金融市场中扮演资源转换者的角色。企业可以把资金用于扩大经营,也可以将公司的资金转换为一种新的形式,通过并购、融资、杠杆收购等手段增加企业资金。按照传统投资理论的要求来说,企业只能是经营者的角色,能从事某种特定的行业,生产经营方式也比较单一,也不能采取利用各种手段进行融资。

2.按照现代价值投资方法的要求,投资者选择企业时首先要评估该企业的整体价值,预计该企业未来的证券走势如何。但按其他投资方法的要求来说,投资者只需关心该证券在金融市场中的价格如何,其评估重点并不是企业的价值,甚至并不考虑企业价值这一方面。现代投资方法重视细小数据的作用,特别是对公司有影响的微小因素,会充分分析这些微观因素对投资的影响。但传统的价值投资法更注重宏观因素,把检测重点放到了股票平均指数、国内生产总值等大数据方面,宏观因素是需要主要考虑的方面。

3.现代价值投资的理论表明,企业的股票属于一种稳定的投资,如果不发生风险套利的现象,股票甚至可以算做是半永性的承诺,风险套利发生的概率较小,只有市场出现大变动的时期才可能出现。但是目前的投资分析中,资产管理人眼中股票只是来交易的一种手段,相比较来说,目前的资产管理人更重视股票价格的波动,还不是股票所具有的长期性价值。

4.现代价值投资在估价时所采用的方法比较细致,会全面考虑到各种影响。价值投资注重每一组数据、每一个数字,现代投资理念中,任何一个数字背后都可能隐藏着巨大的潜力和财富,每一个数据之间都是有关联的,并非独立,资产管理者关注到每一个数字的具

体含义，找出数字之间的关联性和规律。通过观察这些数据可找出其背后的优质资源，合理利用进而帮企业增加财富，如果按照该方式最终并不能帮助企业增加收入，也未能帮助企业获得其他方面的资源，那么需要资产管理者去核实这些数据的真实性。

5. 现代价值投资理论认为公司分析与市场分析二者从根本上存在不同，需要采用两种不同的方法，对二者的分析要独立进行。在传统的资产分析方法中，公司分析与市场分析通常是同步进行，二者采取的分析方式也基本一致。如果金融市场中某种证券的跌价了，按传统理论来说该现象已经产生了价值损失，且损失为永久性的。但按现代理论的角度进行分析，跌价在短期内并不会对公司产生本质性的影响，其损失也不是永久性的。

6. 现代价值投资理论要求资产管理者时刻保持价格意识，特别是在评判证券时，一定要注意价格。其他传统的方法不会把重点放到价格上，而是要评判证券的前景如何，资产管理者通常把发展前景作为投资的重要考察目标。在现代理论中，资产管理人員更加重视价格和企业资源，会关注到企业资源的质量、数量，以及资源转化力和潜力等方面的问题。

现代价值投资理论发展有特定的背景，在当时社会环境的影响下，价值投资的工具偏向于实业投资者，当时这些工具被大部分资产管理者所接受，各大交易所都使用这些工具，部分私人企业也用此进行企业分析，OPMI 投资形势下，大部分资产管理者都忽视了这些工具的作用。但在实际情况中，大部分涉及到投资理论的文章、金融市场中的交易体系，以及格雷厄姆等人的观点中都有 OPMI 投资的影子。在华尔街，虽然价值投资看起来并非属于常用的手段，只有少部分目的不合理的投资人才会使用。但在实业投资界中却截然不同，多数公司都是把价值投资作为主要的分析方法，这已成为了实业投资者的主要分析手段。

现代价值投资理论完善了原有的投资理论，是在古典价值投资理论的基础上发展而来

的，其实格雷厄姆的部分观点已经倾向于现代价值投资的理论，两种思想有共通之处，例如他反对过于重视短期成果，又提到要进行长期投资、开展基本分析等，与现代理论的某些主张类似。二者在某些主张上有共同点，但这些理论的最终目标并不一致，古典理论更重视股票所带来的回报，其最终的目的是资本增值，其退出战略规定证券在一定条件下可以转手出去，卖给小投资人。现代价值投资理论的内容在原有的外部消极小投资人的基础上，又拓展到了公司自身、优先债权人、潜在股东等方面。并提出了多种新的价值投资方法以及转让、退出办法，例如兼并与收购、清理资源，或者企业可进行融资、成立子公司等方法。古典价值投资理论主要是符合 OPMI 的要求，所提出的理论也有利于 OPMI 发展，约现代的投资规则更适合于实业单位的要求，也适应当时经济社会的状况；古典理论中要求合理控制投资风险以及市场风险，但现代价理论中只注重管理投资风险，基本没有提到市场风险；古典理论再分析债务时只考虑到资金拖欠的可能性估计，但现代理论在此基础上进行了复杂的分析计算，预计了债权人的整体价值；古典理论在进行证券分析师更注重宏观因素，现代理论把重点放在了微观问题中；对股票价格的分析，二者也是采用的不同方法，点投资理论采取的是一般股票市场的统计结果，现代价值投资理论与此完全不同，采用的是资产转换的分析方法。

简而言之，现代价值投资理论传统理论相比更加完善，在资本、资产以及市场等各方面对原有理论进行了补充。在当时经济社会状况下，实业资本发展迅速，并逐渐与金融资本相结合，此时古典价值投资理论的弊端开始暴露，需要新的投资理论的支持。受当时社会经济状况的影响，各理论体系都有其侧重点，古典价值投资理论更有利于 OPMI 的发展，其主张符合 OPMI 的本质，但现代价值投资理论则是适应于当时新兴的实业者，其目的是为为

控股股东、杠杆收购者等人提供支持，有利于实业投资者。由此可以看出，沃伦巴菲特可以算作是现代价值投资理论的微观原形。

## 第四章、价值与成长投资策略的应用现状

### 4.1 概述

价值投资理念在几位传奇投资大师的拓展延伸下，已经深入人心。国内外对于价值投资的有效性和适用性研究以及细化到具体估值指标的选取上，已有了很多研究成果。对于价值投资有效的研究主要集中在用历史数据来检验或探寻其有效性以及影响有效性的因素。具体来说就是通过各种实证研究方法对不同股市如欧美股市、日本股市以及一些亚洲新兴股市的历史数据进行计算分析，检验价值投资策略是否能够令投资者们获得满意的超额回报率，以及对此进行具体分析。在国外，如 Capaul 等（1993）把美、日、德、法、英以及瑞士六个国家的股市作为研究对象，选取了 1981 年至 1992 年的历史股票数据进行实证分析，证明了价值投资策略有着更好的市场表现，能够获得更高的超额收益。之后，亚洲股市的兴起，很多学者开始转向对新兴股市的研究，其研究思路本质还是遵循以往对欧美成熟股市的思路和逻辑，即选取相关的估值指标作为价值投资策略的考察标准。Chui 和 Wei(1998)首次对香港、台湾、韩国、泰国、马来西亚等亚洲国家（地区）新兴证券市场进行了研究，结果发现股票的收益率与 B/M 指标有很大程度的相关性，以此也证明了价值投资策略在亚洲新兴股市上的有效性。国内的一些学者则是从定性或者定量的角度上研究或者检验价值投资策略在我国股票市场的有效性，而价值投资策略大都是基于各种估值指标。如邓秀英（2010）表示认为，如果从定性角度来看我国的证券市场环境，坚持价值投资是非常有必要的。王化成（2012）研究了我国 2003-2009 年 A 股市场的全部数据后，得出了在较长时期内 E/P 较大的股票组合能够获得较高的超额收益，在我国 A 股市场上，最有效的价值投资策略应该是将选股指标设为 E/P 的策略。傅真卿（2013）选取了 2008 年 5 月

份至 2013 年 2 月份的全部 A 股共 2412 家作为研究对象,实证分析了许多价值指标如 S/P、E/P、B/P、CF/P 以及股息率等构成的选股组合收益率,发现 B/P 组合在所有指标组合中具有最高的收益率水平,因此,在我国 A 股市场上,选股指标应该选择 B/P,这样价值投资策略才最有效。

#### 4.2 成长投资策略的兴起与发展

成长投资策略是选择那些成长性快于行业内其他公司的公司股票进行投资,在衡量股票投资价值时更加关注其成长性因素。该策略的创始者是倍受股神巴菲特尊重的欧文·费雪。二战后,随着世界经济的复苏发展,美国的股市强有力地回升,发展劲头十足。1959 年,费雪的名著《怎样选择成长股》提出了成长型投资理念,具有开创性意义。他自己也亲身实践,通过对一些成长型公司如摩托罗拉等进行了长期投资,获得了傲人的投资业绩。他非常看重公司的长远盈利能力。他也明确指出:“获得最高长期收益方法绝不是投资利润率较低的企业。”随着他的这部名著越来越畅销,“成长股”这一名词也为人们所熟悉,从此,成长投资策略也被众多投资者们广泛运用,成为股票投资的主流投资理念。如果投资者选择这种策略,那他们在挑选投资对象时,一般会选择比其他企业成长性快的企业,他们认为股价上升能够反映出利润增长或销售收入增长,资本是收益的主要来源。被 CNN 评为“20 世纪最伟大的投资人之一”的投资奇才福斯特·弗赖斯以卖出“热”股票的独特投资方式,被人们誉为成长股投资大师。他创立的白兰地基金在 1985 年至 1997 年间获得了超过 700% 的投资回报率,年均回报率将近 20%,远超同期标准普尔 500 指数,开创了一个属于福斯特的投资时代。福斯特的一项投资原则是选择在股票大涨的时候卖出“热”股票。他认为,一只股票买的好不如卖得好,在股票“大热”时卖出,这样才能赚到最高点。



显而易见，一家公司如果没有较好的发展前景，只在现有基础上“原地踏步”甚至是倒退，也就没有真正的价值可言，相信大家都不会花钱买入“赔钱货”。通常，坚持成长投资策略者会青睐有着高收益增长的公司，并且希望目标公司能一直以这样的增速发展下去。他们认为，即使成长型公司目前存在价格高估现象，也会随着公司本身的不断成长使得价格回归公司内在价值。成长投资策略要想成功，关键在于如何寻找真正具有成长潜力的公司。一般说来，成长投资策略者比较偏好“高指标”，本文在衡量股票成长性方面选取了净利润、主营业务收入、营业收入、利润总额、净资产收益率增长率等因子，这些因子都表明一个共同的道理就是目标公司的收益增长具有惯例、持续性。世间万物，都无永生这一说法，公司所处的行业也不例外，无论是哪一个行业，发展过程都是从成长到衰退，一般分为四个时期：一是幼稚期；二是成长期；三是成熟期；四是衰退期。顾名思义，这四个阶段各自的特点也很好理解。在投资研究时，想要实现对某一行业目前生命周期的准确判断，既需要考虑利润率水平，也需要考量行业规模与技术成熟程度。比如，目前大数据、人工智能等新兴行业正处于幼稚期，公司数量不多，投资风险会比较大，当然也有可能获得较高的收益。有很多企业处于成长阶段，如生物医药行业、通讯行业等，这些行业发展速度飞快，行业内竞争压力也比较大。而有些行业已经进入成熟期，如石油行业、电力行业等，这些行业具有稳定的盈利水平，风险比起成长期行业要小很多。还有许多行业已经呈现衰退态势，处于衰退期，如钟表行业等，如果对衰退期行业投资，会面临巨大风险。

由于本文重点是研究价值成长投资策略，强化个股筛选，淡化对宏观经济的分析，所以文中仅在此对行业生命周期作简单描述。

#### 4.2.1 成长投资策略的应用概述

作为与价值投资策略并列的现代证券市场主流投资理念之一的成长投资策略，同样也随着经济社会的发展以及在投资大师的运用拓展下，内涵越来越丰富。从欧文·费雪到彼得·林奇，再到福斯特·弗赖斯，这些传奇投资大师不仅在理论上丰富了成长投资策略的内涵，同时也用他们傲人的投资业绩证明了成长投资策略的有效性。在这些伟大投资家的研究基础上，也有很多学者进一步深入研究并检验了成长投资策略。如唐纳德·彼得斯（2008）在《成长型股票投资的方向策略》中用 PEG 指标将市场对股票的预期进行了排序。他通过研究发现了低预期成长型股票有着很好的市场表现，而那些高预期成长型股票或者是那些热门股票通常收益率比较差。陈晓红、王琦（2008）认为，对于公司规模较小、经营风险较高的中小企业来说，它们的成长潜能和增长速度远要比那些成熟的大型公司要来得更大、更快，所以投资者在投资中小企业时更应该看重的是其未来的成长潜能，而非一味地坚持“低估值”而忽略成长能力，那样可能会造成投资损失。余岚（2009）研究了成长性股票的选取和投资策略问题，她将那些销售额和利润的增速明显超过行业内其他公司，并且最终会因为长期增长表现而股价不断上涨的成长型公司股票定义为成长型股票。她首先通过许多方法如对未来收益进行预估，在所有股票中，将成长型股票区分出来，然后针对成长型股票，她运用行为金融学相关理论对其投资策略进行探讨与分析，构建了非常完整的理论系统。诞生于 2008 年 6 月的广发核心精选于 2014 年 4 月份获得中国基金业第十一届金牛奖。其自诞生之初就一直秉持着成长投资策略的模式，截止 2013 年年底，在近五年内该基金的净值增长率在 123 只同类基金中排名第 6，长期保持着良好的长跑业绩。

一直是成长投资拥趸者的朱纪刚从 2009 年就开始担任该基金的经理。他指出成长投资的内涵是会随着市场的发展变得更加丰富，他建议投资者们不仅要认识到这种变化，还需要积极地去调整和改变。在熊市里投资者们对投资的安全边际要求都比较高，而目前我国股市上又没有很多新的投资模式冲击，所以投资逻辑基本上还是集中在公司的业绩增长上。投资者们只是单纯地按照公司业绩增长选股、给出合理估值，然后在公司成长的同时分享投资收益，广发核心基金也是在这样的成长投资策略下逐渐成长的。

#### 4.3 两类投资策略的比较及其应用时的局限性

##### 4.3.1 价值投资策略与成长投资策略的初步比较

价值投资和成长投资的不同之处，可以从这两种投资策略对选股过程中的具体思考得到很好的说明。任何一家公司的市盈率（P/E）都可以表达为：市盈率（P/E）=当期股票市价/每股收益。其中，由于每股收益（EPS）的计算标准不一样，市盈率也有当期市盈率（EPS 为公司当前的绩效）和预期市盈率（EPS 为未来的预期绩效）之分。具体来说，价值投资者和成长投资者在研究是否将某只股票纳入投资组合时，他们关注的是上述公式的不同方面。

价值投资策略比较关注股票的估值问题，认为市场会对股价进行纠正调整，而成长投资策略重点关注股票现在和未来的发展状况，比较少关注股票的估值问题。价值投资策略者在分析时侧重分析目标公司的内在价值，认为应该选择哪些价值被低估的公司，他们相信价格最终会回归内在价值，在其价值被低估时买入长期持有，待到价格回归时卖出必有回报。而成长投资策略者在分析目标公司时更注重公司的未来成长性，认为应该选择哪些

处在成长周期行业且具有高收益增长速度的公司，即使现在价格不低，最终随着公司的成长也会有所回报。

价值投资侧重于关注公司的现状和过去，通过市盈率等估值指标寻找低估值公司作为投资对象；而成长投资理念则是偏重追求高成长性公司，并期望公司的盈利增长能够保持高速并持续下去。从两者的概念中可以看出，价值投资者的投资对象一般属于比较成熟的行业，因为在成熟行业或者传统行业中，比如银行业、家电业、钢铁业等传统行业，它们具有一个共同的特征就是市盈率等估值指标水平普遍较低，所以价值投资比较侧重于投资传统或者成熟行业公司。而成长投资者追求高成长性，根据行业生命周期理论，处于幼稚期、成长期的行业公司成长速度很快，所以于成长投资来说，比较偏好于成长行业，虽然风险较高，但是处于该周期的公司增长速度会比较快，投资以后会享受高成长性释放带来的高报酬率。

#### 4.3.2 价值投资策略与成长投资策略的局限性

价值投资策略和成长投资策略在全世界被广泛地接受和运用，但是在现实投资中，本文会发现单独使用其中一种投资策略时，往往在考察股票价值上不够全面。在使用价值投资策略时，目前大多数的研究是选择相应的估值指标或指标组合来考察投资对象的价格是否被低估，而忽略股票的成长性问题，如果一家公司的发展一直处于“原地踏步”，不进则退，那么即使价格被低估，投资者也很难等到价格回归那一天，也就没有投资价值可言。同样，在使用成长投资策略时，如果投资者只是一味地追求高增长、高速度，而忽略股票本身的估值问题，不考虑公司目前的股价是否合理，那么也很多可能陷入高成长性“坑”，最后很有可能导致投资损失。

在投资实践中，成长股和价值股之间的界限往往很难界定，这主要是因为公司采用价值投资策略时，必须将公司未来成长性考虑在内，否则就算目前公司价值被低估，但没有成长性，那也就没有价值增值可言。当然，在确定成长投资策略之前，必须考量投资对象价格合理性，不合理价格必然会导致投资失败。巴菲特把成长投资理念融入到传统价值投资中，使两者相互融合，给价值投资理念提升了一个新的境界，后来他用自己的实战成绩证明了其有效性，成为了集大成者。他认为这两者是相通的，某项投资后期现金流折现值就是价值，而其在预测价值过程，成长性具有重要影响作用。

巴菲特在 1992 年致股东信中指出：“如果我们将成长型投资策略与价值型投资策略完全分开，是无稽之谈。我必须承认，在之前的几年里我也犯了这样的错误。无论是成长型，还是价值型，它们的关键之处相同；评估股票价值时，成长性也是其中的一个考虑因素，是一种变量，而且是非常重要的一个方面，它既可以对股票价值产生正面的影响，也会产生负面的影响。”巴菲特非常出色的投资业绩，也用实践向全球投资者们证明了融合了价值投资和成长投资理念的投资策略的有效性，也对其产生了非常深远的影响。

#### 4.4 A 股市场投资实践亟待投资策略的创新研究

由于我国 A 股市场发展时间较短，在很多方面仍然还不成熟。比如我国股票市场上非理性成分大，股票市场的总体效率也不是很高；信息披露还不完善，存在着大量的信息不对称，市场上充斥着非理性的投机行为。我国股市的参与者尤其是散户，由于资金规模不大和能力有限，没有投入精力去收集处理大量信息进行研究，还有很多人甚至完全没有认识到股票价值研究和成长性的重要性，没有形成一套成型的选股策略。在进行股票投资之前，不是从基本面亦或是从技术层面潜心研究分析股票本身，而是到处打听小道消息，听

风即雨，盲目投机。在我国股市也有很大一部分的股民都是在做短线，很少有人将股票作为一种长期投资方式，将来参与公司股东分红，我国股市典型表现就是换手率极高。

目前对于我国 A 股市场的基本面分析角度的投资策略研究绝大部分局限在价值投资策略和成长投资策略这两个方面，一些学者单独研究价值投资策略或者成长投资策略的有效性，尽管验证方法或模型有很多种，如单独采用一些估值指标或者成长性指标，或者构建估值指标组合或者成长性指标组合，或者利用现有指标体系构建选股模型，但其投资策略的选股标准的本质并没有多大改变。尽管大多数学者都用不同的选股方法验证了价值投资和成长投资在我国股市的有效性，但也得出这两种策略并不适用我国股市。也有一些学者按照一定标准将股票分为价值股和成长股，通过实证分析哪一种策略更好更有效，如蔡海洪、吴世农（2003）以上交所 A 股作为研究对象，通过 B/M 指标来划分价值股和成长股，实证结果发现价值股的组合收益率明显优于成长股的。袁晓旭（2013）在《基于价值股与成长股超常收益对比的价值投资研究》一文中通过研究说明：从总体上来说，价值股的市场表现是好于成长股的，而研究价值成长投资这种复合型策略的学者则少之又少。在我国股市改革转轨的这样一个特殊时期，急需投资策略的创新研究，而非盲目投机或者一味重复前人的研究，所以本文在研究价值投资策略的基础上，融合了股票成长性因素，尝试提出了一种复合型投资策略，即价值成长投资策略。

#### 4.4.1 价值成长投资策略的内涵及其特征

价值成长投资策略（Value-Growth investment strategy），是一种在股票价值投资基础上兼顾股票成长性的选股策略，它在继承传统价值投资基本思想的基础上，充分地将股票的成长性考虑在内。在衡量一家公司的内在价值时，不仅要考虑盈利能力价值与资产价值，

还需要考虑成长性价值。本文在考虑股票估值基础上兼顾成长性问题，也就是把股票的账面价值和成长性两个因素结合到一个投资策略中，从而更好地反映了股票的内在价值，以期获得更高的投资收益。其核心思想是买入价格被低估而且具有高成长性的公司股票，即安全边际高且具有持续增长力的股票，长期持有，目的是期望获得超额收益率。

传统价值投资策略不太重视股票账面价值，但选择这种策略的投资者会将账面价值看得非常重要，不会过分重视股票价格而忽略股票的成长性。同时，公司未来盈利也是投资者关注的重点。总的来说，价值成长投资策略是对股票成长性、盈利、资产等价值的综合考量。这种策略意图挖掘和投资价格被低估的成长股，在风险被有效控制条件下，既获得价格回归增加的收益，又获得高成长性增加的收益。

价值成长投资并不是简单地将成长与价值两种策略相加，而是兼顾价值与成长，这是其最主要的特征。它在全面、深入地对股票估值和成长性分析的基础上，“精挑细选”出具有持续的盈利增长潜力且价格相对被低估或者价格比较合理的股票作为投资对象。与价值投资不同，其将股票成长能力考虑在内，试图实现成长型股票投资回报的分享；也不同于成长投资，它质疑股票高速增长的持续性，而是希望能有更大的安全边际，可以稳定地从预期的盈利增长中获得投资收益。

从价值成长投资策略的内涵中，可以看出其具有以下两方面特征：一方面是价值投资理论是成长投资理论的基础，后者兼顾股票成长性因素，从两个维度来衡量股票的投资价值；另一方面是价值成长投资战略并不是简单将价值策略与成长策略相加，而是两者兼而有之，且相互补充。

#### 4.4.2 价值成长投资策略与两类传统投资策略的比较

在现实投资中，采用单一维度的投资策略时，往往在考察股票价值上不够全面。在使用价值投资策略时，目前大多数的研究是选择相应的估值指标或指标组合来考察投资对象的价格是否被低估，而忽略股票的成长性问题，如果一家公司的发展一直处于“原地踏步”，不进则退，那么即使价格被低估，投资者也很难等到价格回归那一天，也就没有超额收益率可言。同样，在使用成长投资策略时，如果投资者只是一味地追求高增长、高速度，而忽略股票本身的估值问题，不考虑公司目前的股价是否合理，那么也很容易陷入高成长性“坑”，最后很有可能导致投资损失。所以在两种传统投资策略的基础上提出了价值成长投资策略，以期双维度的投资策略能够使得投资报酬率更为显著。价值成长策略既不是成长投资，也不是价值投资，而是介于两者之间。价值成长策略并不是简单的将两种策略加起来，而是两者兼而有之并且能弥补两者不足。对于传统价值策略而言，价值成长策略既继承了其在对股票估值方法的精髓，又弥补了其在对股票成长性方面考虑的不足。同样，对于成长策略来说，价值成长投资策略既沿袭了其对股票成长性的考量，又弥补了其在对股票价格评估方面的不足。它将两者优势充分融合，既考虑到了股票成长性有关因素，又考虑到了股票估值，是对传统成长与价值投资的补充。该策略寻求那些低估值高成长性的公司股票，避免了因为过度追求高成长性而承担过高的风险。相比于价值投资策略，该策略在关注股票估值时也注重股票成长性研究，通过挖掘具有高成长性的价值股获得超额收益。总体而言，由于股票的投资回报是经常波动变化的，有时价值投资的股票组合呈现超于总体市场的表现，有时成长投资股票会带来超额回报率，而将价值和成长性相结合的价



价值成长投资策略则能获得较为持续稳定的收益，收益波动也明显小于传统价值投资策略和成长投资策略，其有效地平衡了收益与风险。

在对价值成长投资策略与两种传统投资策略比较的基础上，本文可以看出其比两种传统策略考虑的更为全面，兼顾了股票估值和成长性两个方面，既兼取了两者的优势，又弥补了二者的不足，所以从投资策略的内在机理来看，价值成长策略应该要优于两种传统的投资策略。

综合来说，价值成长策略既考虑到股票价值，又没有忽视股票成长性因素，而是将两者都考虑在内的策略。两者优势都能通过价值成长策略体现出来，此外，该策略又能弥补两者各自的不足。本文提出的价值成长投资策略是在估值方面选择了 6 个稳定有效的价值因子，在成长方面选择了 6 个稳定有效的成长因子，构成价值成长投资策略的选股指标体系。在运用价值成长投资策略进行股票投资时，是将每一只股票的价值得分与成长得分汇总，最后按照价值成长投资策略的总分由大到小排名，排名靠前的股票就是价值成长投资策略选股的结果，也是运用该策略的关键操作部分。

#### 4.4.3 价值成长投资策略的优势及现实运用

伴随着经济和计算机技术的迅猛发展，投资者们对于股票的研究已经不再局限于单个公司股票的分析，而是可以通过强大的数据库技术进行纵向和横向的比较研究，来提高投资收益率。这也为价值成长投资策略提供了寻找低估值高成长性股票资源的技术支持。在这样的背景下，采用价值成长投资策略选股具有很多优势：

### （1）较高的风险调整后收益

在价值成长投资策略中，投资对象一般为成长性高、估值低的股票。正是由于这种融合了股票现期价值和成长潜力的投资理念，所以才使得采用价值成长投资策略的投资者们能够有效避免市场价格较高条件下，获得股票高成长性释放带来的收益机会，即采用价值成长投资策略，风险调整后收益将会比较高。

### （2）分散化投资

投资者通过投资成长策略来选择股票时一般会对全市场进行大样本分析，涉及到多个行业、不同规模等多只股票，因此筛选出的股票投资组合能够将分散化投资理念凸显出来，避免了局部市场动荡或者政府政策导向对投资收益的侵蚀。

### （3）数量化选股

投资者在采用价值成长投资策略选股时，一般要通过多个指标，如市盈率、市净率、市销率、主营业务收入增长率、毛利率、净利润增长率等指标来评估投资股票的估值水平和成长性，在这价值和成长分析的基础上借助数量化选股模型进行分析，能很快地筛选出适合投资的股票组合，大大增强了对信息的挖掘深度和使用效率。选股过程也更加地客观理性和透明公开，更好地弥补了传统投资方式的局限性。

### （4）实现价值与成长的平衡

通过价值成长策略选择投资对象时，同时考察了股票的估值水平和成长性两个方面，选择低估值高成长性股票。投资者在应用该策略投资时追求价值和成长间的平衡，也正是因为有机结合两种策略，投资者才能获得超额收益。许多投资专家如彼得林奇、巴菲特，不断创新传统价值投资理论，投资那些兼具价值和成长性的优秀公司，获得了轰动全球的辉

煌战绩。巴菲特不论在理论和实务上都得到了老师格雷厄姆的真传，所以在早年，他是一个不折不扣的价值投资理论的信奉者。然而，在不断的实践过程中，巴菲特很快意识到自己能够做得更好。后来，巴菲特将成长投资理论与传统价值投资理论进行融合，将价值投资高度不断拔高，成为 21 世纪最为出名的投资专家之一。他认为这两者是相通的，评估股票价值时，成长性也是其中的一个考虑因素，是一种变量，而且是非常重要的一个方面，它既可以对股票价值产生正面的影响，也会产生负面的影响。”巴菲特非常出色的投资业绩，也用实践向全球投资者们证明了融合了价值投资和成长投资理念的投资策略的有效性，也对其产生了非常深远的影响。巴菲特曾经说过如果自己只学习老师格雷厄姆一个人的思想，不加以延伸，就不会像今天这么富有。他把自己的投资策略描述为“85%的格雷厄姆和 15%的费雪”。传奇大师彼得林奇在 1997 年接管了麦哲伦，总投资回报率达到 2800%，成为了有史以来最庞大的股票共同基金。他是典型的价值成长派投资家，他认为股票的成长性的大小代表着未来价值增值的空间，因此价值股和成长股没有本质的区别。彼得林奇经常研究对比公司的财务报表，关注市盈率、市净率、销售利润率、净资产收益率等关键指标，他强调，在投资股票时要把其账面价值和成长性综合起来分析，投资者要愿意为创造超额价值增值的股票支付成长性溢价。他也提出，研究股票时，不要存在过多偏见，忽视一些行业，“三百六十行，行行出状元”，每个行业里都有较杰出的公司。

## 第五章、研究设计

### 5.1 价值成长投资策略指标体系概述

价值成长投资策略是兼顾了价值投资和成长性双维度的投资策略，所以本文是从估值和成长性两个方面对某只股票的投资价值进行考察。在文献综述中，很多学者在验证价值策略和成长策略有效性时采用了很多种指标，在估值方面，有市盈率、市净率、市销率等，在衡量股票成长性方面，有营业收入增长率、利润增长率、净资产收益率增长率等指标，但是并没有比较系统全面地分析哪些指标对股票收益率的影响更为显著，所以在本章中，本文采用因子分析方法，检验 6 个估值因子和 6 个成长因子的有效性，筛选出稳定有效的因子作为构成价值成长投资策略的选股指标体系。

### 5.2 主成分分析法

主成分分析法也称为主分量分析法，这种方法的核心是利用降维的思想，在实际问题的研究过程中，将与研究问题有关的多个指标转化为少数几个综合指标（即主成分因子）。其中，每个主成分因子都可以反映初始变量的大部分信息，且所包含的信息互不重复。这种将复杂因素归结为几个简单的主成分因子的方法，能够使多变量问题变得更加简单化和清晰化，同时也可以得到更加科学有效的数据信息。

本文应用主成分分析法主要是由于与股票收益率相关的指标有很多，并且不同指标之间存在一定的相关性，对模型构建和参数估计存在一定的影响。通过主成分分析法对各变量数据进行适当地降维，可以使研究的问题简单化、直观化，便于本文筛选出影响股票收益率的综合指标，构建适宜的多因子量化选股模型。

### 5.2.1 因子选取

多因子模型，顾名思义，在对股票投资价值进行考察时，考察对象并不是股票的某一方面，而是综合性的考察，其中包括估值因子、成长性因子、盈利因子、流动性因子等等。价值成长投资策略既与价值有关，又与成长有关，所以本文是从估值因子和成长因子两个方面对某只股票的投资价值进行考察，而在价值和成长因子方面又各自选取了 6 个指标来进行实证研究，筛选出稳定有效的因子作为构成价值成长投资策略的选股指标体系。通过对前人研究的梳理和归纳，如 Bernard、Thomas and Wahlen(1997)，Kim and Ritter(1999)，杜惠芬、平仕涛（2005）、冯强（2010），对股票估值时，市盈率、市净率、市销率等指标是比较广泛被应用的，而在衡量成长性时，也多用增长率系列指标，本文选取的 6 个估值因子和 6 个成长因子分别都有在不同学者的研究中被运用到，但本文是首次将这 6 个估值指标和 6 个成长性指标集合在一起通过因子选股模型来验证其有效性的。下面就本文选取的所有因子进行简单的介绍：

#### （1）市盈率指标

市盈率（P/E），是指股票的本益比，是简洁而有效的估值方法，是指某种股票每股价格与每股收益的比率。本文采用滚动市盈率（TTM）指标，使用 TTM 是因为在选取价值股时本文希望看到的是一个公司估值水平的持续性。其计算公式为：

$$\text{滚动市盈率} = \text{期末股票收盘价} / \text{每股收益（过去四个季度）}$$

市盈率指标把公司股价与公司收益联系在一起，该指标主要具有两层含义：一是可以把市盈率视作投资回报率，市盈率的倒数是每股收益除以每股股价，即投资回报率，也就是说市盈率越高，投资回报率越低，反之，市盈率越低，投资回报率越高。二是也可以把市

盈率看作是资本回收率，即如果公司维持当前的盈利水平，那么投资者在股票投入资金的多少年内可以赎回。市盈率指标是投资者们普遍用来分析股票价格是否被高估的指标。从理论上讲，股票的市盈率越低，投资价值越大。但是公司的盈利水平也会有亏损的时候，此时单凭市盈率指标来评估股票价值就会产生偏差。

### （2）市净率指标

市净率（P/B），即净资产倍率，是股票每股市价与每股自有资本净额之比。比值越低意味着风险越低。其计算公式是：

$$\text{市净率} = \text{股票市价} / \text{每股净资产}$$

通俗地说，市净率指标就是指投资者们愿意花几倍的价格来购买净资产。从理论上讲，市净率指标值越高，表明公司净资产的潜在价值越大，也就是说投资者愿意以高于净资产的价格来购买该资产，而市净率倍数越低，则可以理解为股票价格越接近公司资产账面价值，相对来说更便宜。市净率能够较好地反映出“付出即有回报”，依据低市净率选股也就说投资者能以较少的投入得到较高的回报。

### （3）市销率指标

市销率(P/S)，是指股票每股价格与每股销售收入的比率，本文采用滚动市销率指标，其计算公式如下：

$$\text{滚动市销率} = \text{期末股票收盘价} / \text{每股销售收入（过去四个季度）}$$

市销率是一个把企业价值和营业收入或者说市场占有率挂钩的指标，是相对估值的重要指标之一。当然，市销率越低，说明该公司股票目前的投资价值越大。由于市销率是市值与销售收入之比，其核心是对公司销售收入的关注，而评估公司营运前景至关重要的一

步就是收入分析。因为没有销售，就不可能有收益。销售收入也能让投资者们看到这家公司的大体经营情况和发展变化。

#### (4) 市现率指标

市现率 (PCF)，是指股票市价与每股现金流量的对比，本文采用滚动市现率指标，其计算公式如下：

$$\text{滚动市现率} = \text{期末股票收盘价} / \text{每股现金流量 (过去四个季度)}$$

市现率指标可以用来评价一只股票的价格水平和风险水平。理论上来说，市现率值越小，表明该公司的每股现金增加额越多，其经营的压力也就越小，说明公司的投资价值越大。反之则反是。

#### (5) 企业价值倍数指标

企业价值倍数 (EV/EBITDA)，是一种被广泛使用的股票估值指标，其计算公式如下：

$$\text{企业价值倍数 TTM} = \text{EV} / \text{EBITDA (过去四个季度)}$$

其中，EV 是公司价值，等于总市值和净负债之和，EBITDA 表示息税折旧摊销前收入，等于营业利润、折旧费用和摊销费用之和。不同行业有不同的估值水平，如果某只股票其倍数低于行业平均水平，说明股票价值被低估，具有投资价值。

#### (6) 历史 PEG 指标

PEG，即市盈率和盈利增长比率的比率，其计算公式如下：

$$\text{PEG} = \text{市盈率} / \text{公司的盈利增长速度}$$

在选股时，那些市盈率较低同时增长速度又比较高的公司都有一个典型的特点，那就是 PEG 指标非常低。此指标是由 Jim Slater 在 1960 年发明的，是其投资的主要判断标准

之一。用 PEG 指标的优势就是能将市盈率指标和公司业绩增长速度结合起来看，其成功的关键是要对公司的业绩作出准确的预判。

#### (7) 经营现金流净值增长率

经营现金流净值，是经营性现金流入额减去经营性现金的流出额，其是评估公司获取现金流量能力和偿还支付能力的重要财务指标，经营现金流净值增长率计算公式如下：

$$\text{经营现金流净值增长率} = (\text{本期经营现金流净值} - \text{上年同期经营现金流净值}) / \text{上年同期经营现金流净值} * 100\%$$

#### (8) 净资产收益率增长率

拥有较高的 ROE 是成长型公司的特点之一，计算净资产收益率，就是将净利润除以实收指标得出的比率。净资产收益率增长率按下述公式进行计算。

$$\text{净资产收益率增长率} = (\text{本期 ROE} - \text{上年同期 ROE}) / \text{上年同期 ROE} * 100\%$$

该指标反映了股东权益的盈利水平，用来衡量公司运用自有资本的效率，它与公司的盈利水平、投资价值、成长性呈现正相关关系。该指标越高，反映了公司盈利能力越好，从而公司的成长性也越好。投资最终的目的是为了获取利润，资本收益率则是投资者检验其资本保值增值的主要指标，投入资本的获利能力与资本收益率呈正比例关系。

#### (9) 净利润增长率

公司盈利能力能够从净利润率指标中反映出来。计算净利润率指标，就是在利润率中将所有成本、企业所得税、所有费用扣除在外。净利润增长率计算公式如下：

$$\text{净利润增长率} = (\text{本期净利润} - \text{上年同期净利润}) / \text{上年同期净利润} * 100\%$$



1934年“证券分析之父”格雷厄姆提出了成长股价值评估模型，该模型基础数学公式为： $V=EPS \times (200G) + 8.5$ ，其中G代表预期净利润增长率，这表示价值投资理论认为在衡量股票成长性时净利润增长率是核心指标，其直接反应了公司给股东带来的经济收益的变化趋势，体现了公司真正的内在价值。吴后宽（2012）发现，不论是跨行业或是分行业，净利润增长率与股票收益率都呈现出显著的正相关关系，基本不受股票规模大小的影响。净利润率越高，说明该公司是所在行业的佼佼者。

简单说来，投资这类高利润率的公司，成功概率自然也就高一些。衡量一家公司的成长性时，投资者应该更多地关注公司的收入增长方面，因为如果没有了主营业务收入的增加，那么公司就失去了主要的利润来源，利润就形同与无源之水，总有一天会枯竭。

#### （10）营业收入增长率

营业收入增长率是指公司本期营业收入和上年同期营业收入的差额与上年同期营业收入的比率，该指标反映了公司营业收入的增减变动情况，其计算公式如下：

$$\text{营业收入增长率} = (\text{本期营业收入} - \text{上年同期营业收入}) / \text{上年同期营业收入} * 100\%$$

营业收入增长率是评价一家公司成长性和发展能力的重要指标。其值大于零说明公司本年的营业总收入有所增长，同时该指标值越高，说明公司的营业总收入的增长速度越快，公司的发展前景也越好。

#### （11）利润总额增长率

利润总额增长率是指公司实现的全部利润的持续增长能力，全部利润包括公司当期的营业利润、投资收益、营业外支出净额和所得税等。其计算公式如下：

$$\text{利润总额增长率} = (\text{本期利润总额} - \text{上年同期利润总额}) / \text{上年同期利润总额} * 100\%$$

## （12）毛利润增长率

毛利润是公司销售收入减去主营业务成本后的利润部分，成本中不包括三大费用和税收等。它的重要性是能够让投资者们了解公司的盈利趋势，其计算公式为：

$$\text{毛利润增长率} = (\text{本期毛利润} - \text{上年同期毛利润}) / \text{上年同期毛利润} * 100\%$$

其中，市盈率、市净率、市销率、市现率、企业价值倍数和 PEG 指标属于估值因子，这些指标从股票市价对公司的各种财务数据的比值上反映出该只股票是否被低估或者高估。正常情况下，采用价值投资策略的股票投资者会认为低估值股票会在未来的一段时间里有比较好的表现。而经营现金流净值增长率、净资产收益率增长率、净利润增长率、营业收入增长率、利润总额增长率和毛利润增长率都属于成长因子，因为这些指标都是考察了公司在一段时期内的发展状况，成长投资者认为公司销售收入和利润的持续增长会为其留存大量利润作为其投资资本以促进其进一步扩张。因为如果公司的再生产能力很强时，伴随着公司的发展和扩张，其股票价格也必然会随之上升。以上 6 个估值指标和 6 个成长性指标具体见表 1。

表 1 价值因子与成长因子

	指标名称	计算方法
估值指标	市盈率	期末股票收盘价/每股收益
	市净率	期末股票收盘价/每股净资产
	市销率	期末股票收盘价/每股销售收入
	市现率	期末每股收盘价/每股现金流量
	企业价值倍数	<b>EV/EBITDA</b>
	历史 PEG	市盈率/公司的盈利增长速度
成长指标	经营现金流量净值增长率	(本期经营现金流量净值-上年同期经营现金流量净值)/上年同期经营现金流量净值*100%
	净资产收益率增长率	(本期 ROE-上年同期 ROE)/上年同期 ROE*100%
	净利润增长率	本期净利润-上年同期净利润)/上年同期净利润*100%
	营业收入增长率	本期营业收入-上年同期营业收入)/上年同期营业收入*100%
	利润总额增长率	本期利润总额-上年同期利润总额)/上年同期利润总额*100%
	毛利润增长率	本期毛利润-上年同期毛利润)/上年同期毛利润*100%

### (13) 超额累计收益

由于 CAPM 模型或 Fama-French 三因子模型及市场模型在我国的适用性也被广泛质疑（施东晖，1996；陈国进等，2010；田利辉和王冠英，2014），因此，借鉴蒋彧和江涌（2019）的研究，将超额收益率以 A 股沪深 300 收益率为基准，使用市场调整法得到，具

体如下。

首先计算 AR (Abnormal Return) 超额收益:

$$AR_{it} = R_{it} - R'_{it} \quad (1)$$

其中,  $AR_{it}$  是  $i$  家公司第  $t$  期的超额收益率,  $R_{it}$  是第  $i$  家公司第  $t$  期的日实际收益率, 采用 CSMAR 数据库中的考虑现金红利的日个股回报率衡量,  $R'_{it}$  是  $i$  家公司  $t$  期的期望收益率, 采用 CSMAR 数据库中的沪深 300 回报率衡量。

计算 CAR

$$CAR = \sum_{t_1}^{t_2} AR_t$$

其中,  $t_1$  表示一个会计年度的第一个交易日,  $t_2$  表示一个会计年度的最后一个交易日。

### 5.2.2 三种投资策略的比较

因子实证检验中, 估值因子中有市盈率、市净率、市销率、市现率、企业价值倍数和历史 PEG, 成长因子中有经营现金流量净值增长率、净资产收益率增长率、净利润增长率、营业收入增长率、利润总额增长率以及毛利润增长率。本章构建的 3 个投资组合的指标选取如下表 2 所示。

表 2 三种投资策略的因子选取

投资组合策略	指标选取
价值投资策略因子组合	市盈率、市净率、市销率、市现率、企业价值倍数、历史 PEG
成长投资策略因子组合	经营现金流量净值增长率、净资产收益率增长率、净利润增长率、营业收入增长率、利润总额增长率、毛利润增长率
价值成长策略因子组合	市盈率、市净率、市销率、市现率、企业价值倍数、历史

---

PEG、经营现金流量净值增长率、金资产增长率、净利润增长率、营业收入增长率、利润总额增长率、毛利润增长率

---

## 第六章、实证结果分析

### 6.1 样本选取和数据处理

由于本文的研究对象为我国 A 股市场投资策略，所以本文选取的样本为我国 A 股（创业板除外）全市场的所有股票。采用多因子选股模型在这样全市场大样本背景下进行实证检验，应该更加能够证明其效果好坏与否，在样本时间跨度上，本文选取的是从 2006 年至 2018 年，选择此时间跨度是因为沪深 300 指数（可比较对象）是于 2005 年发布的，所以从 2006 年开始。2019 年公司年报尚未公布，因此样本选取时间截止于 2018 年。而且这段时间包含了 2006 年至 2007 年 10 月间和 2014 年 7 月至 2015 年 6 月的两轮牛市、2007 年 11 月至 2013 年 12 月和 2018 年 7 月至今的两轮熊市以及从 2009 年 1 月到 2015 年以及至 2018 年 12 月的震荡市行情。通过这些数据的分析，就可以很全面地看到因子在不同市场行情下的表现，可以依此来判断因子效果是否具有持续性，同时也为指导实际股票投资提供更全面的信息。

这些数据主要为财务数据和个股交易数据两个部分，其中财务数据可以从公司的财务报表中获得，文中的公司的财务指标数据是从 Wind 股票交易数据序列和同花顺软件中沪深股市数据中下载得到。在搜集原始数据时，本文考虑过对 ST 和 ST\*股票的处理。由于这些股票表示公司财务指标或者其他方面出现异常状况，而且单日涨跌幅被限制在 5%以内，在研究投资策略时应该作为异常值剔除出数据范围。但是在下载的数据中显示出 ST 的那些股票，往往是现在是 ST 股票，并不代表在之前的年份中也是 ST 股票，所以本文在下载数据时选择的是我国 A 股市场所有上市公司（由于创业板 2009 年 10 月 23 日才创立，所以

剔除创业板数据), 然后在具体选股策略实证分析的时候本文可以利用有效影响因子的数据来剔除一些财务状况异常或者其他状况异常的股票, 比如说剔除市销率等估值指标为负值的股票。因为这样处理本文就能够避免在实证分析时删除了一些有效数据的错误。在计算估值类因子时, 如果估值指标出现负数, 本文将其剔除, 因为其为负数就没有比较的意义。另外, 在计算各个成长因子时, 本文使用的增长率计算公式为:

增长率= (本年本期指标值-上年同期指标值) /abs (上年同期指标值) 这样处理数据就能够防止在上年同期值为负、本年本期值为正这种情况下对于增长率的错误计算。

## 6.2 因子分析可行性检验

首先, 在进行模型构建前, 对 2006-2018 年沪深股标准化后的各变量数据进行 KMO 和 Bartlett 检验, 判断其是否适合做因子分析, 以 2006 年数据为例, 得到的检验结果如表 3 所示:

表 3 因子分析适用性检验结果

取样足够多的 Kaiser-Meyer-Olkin 统计量		0.6557
Bartlett 的球度检验	近似卡方	1241.87
	显著性	0.000

从表可以看出, KMO 检验统计量为 0.6557 大于 0.5, 说明该数据适合做因子分析。而且 Bartlett 球度检验对应的 p 值也小于 0.05, 拒绝原假设, 认为相关系数矩阵不为单位矩阵, 说明原变量间存在相关关系。

然后, 对数据进行因子分析, 计算 2006 年 A 股标准化后各变量数据的主成分贡献率和累积贡献率。累积贡献率为 83.96%, 共确定 6 个主成分因子, 并得到各变量之间旋转成分矩阵, 其结果如表 4 所示:

表 4 因子旋转矩阵

变量名称	X1	X2	X3	X4	X5	X6
car	0.462	0.319	-0.235	0.3943	0.5311	-0.4369
pe	-0.4882	0.5097	-0.0068	-0.0036	0.5137	0.4877
pb	0.7016	0.0804	-0.0037	-0.0020	-0.0808	0.7033
ps	-0.2265	-0.3916	-0.4865	0.6954	-0.0852	0.2604
pcf	-0.0456	0.3583	0.6227	0.5901	-0.3641	-0.0323
peg	0.0469	-0.5914	0.5655	0.1130	0.5548	0.0878
ev_ebitda	-0.3495	0.1189	0.3406	-0.0073	0.2448	0.2165
ncf_oa	0.043	-0.118	-0.215	-0.615	0.5883	0.2981
roe	0.4335	-0.0048	0.1798	0.0175	0.2271	-0.0314
np	0.426	0.0114	0.2822	-0.1017	0.1037	-0.057
or	0.35	-0.02	-0.236	-0.05	-0.234	-0.276
tp	0.4294	0.0117	0.2541	-0.091	0.1376	-0.095
gp	0.0093	-0.097	-0.4145	0.5487	0.3667	0.2597

在旋转成分矩阵中，原始变量在各主成分因子上的数值，称为因子载荷量，表示原始变量与主成分因子之间相互关系的紧密程度，负数表示为负相关。同一原始变量在各主成分因子之中绝对值较大的，表明此变量与该主成分因子有较强的相关关系。从表中可以发现，主成分因子 x1 与变量 car、pe、pb、roa 有较强的相关关系，x2 与变量 pcf 和 peg 有较强的相关关系，X3 与变量 ps、pcf、gp 和 peg 有较强的相关关系，主要包含上市公司的成长能力指标。X4 与变量 pcf、gp 和 peg 有较强的相关关系，x5 与变量 car、pe、ncf\_oa 和 peg 有较强相关关系，x6 与 car、pe 和 pb 具有较强相关关系。

### 6.3 量化模型的构建

以股票收益率为因变量，以主成分因子  $x_1$ 、 $x_2$ 、 $x_3$ 、 $x_4$ 、 $x_5$  和  $x_6$  的得分系数为自变量，建立基于回归法的多因子量化选股模型，得到的回归结果如下表 5 所示。

表 5 旋转因子回归结果

变量名称	参数估计值	t 统计量	p 值
c	8.65	2.21	0.03
x1	3.22	63.77	0.00
x2	4.58	113.81	0.00
x3	-3.38	-83.79	0.00
x4	5.65	140.01	0.00
x5	7.61	188.15	0.00
x6	-6.25	-152.21	0.03

从表可以看出，在 5% 的显著性水平上，主成分因子的系数均显著，说明在 2005 年的牛市行情中，以股票收益率为因变量，对 6 个主成分因子建立多因子量化选股模型。在模型中，用这 6 个主成分因子对 2006 年沪深两市股票的收益率进行估计，模型的估计方程为：

$$Y=8.65+3.22X_1+4.58X_2-3.38X_3+5.65X_4+7.61X_5-6.25X_6$$

### 6.4 价值成长型投资策略表现

将 2005 年各变量聚合形成的主成分因子得分系数代入上述方程式中，计算各只股票收益率的估计值和潜在增长潜力（股票收益率估计值与真实值的差值）。并对各只股票的潜在增长潜力进行排序，筛选出排名靠前的前 10 只股票，构建 2006 年股票投资的证券组合。



通过检验该投资组合在 2005 年至 2006 年的下跌趋势中是否相对稳定地跑赢沪深 300 指数，以检验多因子量化选股模型的实际投资效果，得到的结果如表 6 所示。

表 6 选择标的及次年超额收益

股票名称	超额收益率	股票名称	超额收益率
东方盛虹	1.92	古井贡酒	15.07
华侨城 A	-8.25	新世界	14.33
云南白药	15.78	顺鑫农业	10.65
江苏阳光	-10.43	福建水泥	-19.3
北京文化	19.13	龙建股份	-16.34
超额累计收益率		22.56	

从表中可以看出，利用多因子量化选股模型筛选出的投资组合在 2006 年获得的平均复合收益率跑赢上证指数基准年收益率，超额收益率为 22.56%，对 A 股在 2007-2018 年标准化后的各变量数据重复上述多因子量化选股模型的建模过程，得到其在不同年份的量化选股模型，其结果如表 7 所示：

表 7 不同年份多因子选股模型

时间	多因子量化选股模型
2006	$Y=8.65+3.22X_1+4.58X_2-3.38X_3+5.65X_4+7.61X_5-6.25X_6$
2007	$Y=18.14+4.11X_1+26.90X_2+14.03X_3-68.75X_4+43.36X_5+25.48X_6$
2008	$Y=-10.41+22.01X_1+18.08X_2+5.09X_3+0.61X_4-21.24X_5+11.36X_6$
2009	$Y=8.67+1.81X_1-9.93X_2+25.68X_3-45.82X_4+26.29X_5+18.66X_6$
2010	$Y=-2.35+11.98X_1-7.03X_2-3.15X_3-24.43X_4+31.56X_5+7.31X_6$
2011	$Y=-15.2+9.81X_1+3.58X_2+1.46X_3-7.33X_4+23.22X_5+9.91X_6$
2012	$Y=-11.19+21.59X_1+4.45X_2-4.64X_3-7.48X_4+15.86X_5+21.07X_6$
2013	$Y=4.91-25.81X_1-1.55X_2+0.71X_3-36.01X_4-1.03X_5+26.23X_6$
2014	$Y=13.81-17.68X_1-4.53X_2+0.15X_3-32.30X_4+14.93X_5+7.49X_6$
2015	$Y=19.91-19.24X_1-6.68X_2+32.16X_3+60.47X_4+14.62X_5-3.89X_6$
2016	$Y=2.95-3.90X_1-20.12X_2+2.97X_3-0.65X_4+24.72X_5+0.17X_6$
2017	$Y=-19.42+3.82X_1-1.75X_2-5.19X_3+24.73X_4+12.03X_5+11.63X_6$

从表可以发现，股票市场整体行情趋势不同，多因子量化选股模型中变量个数和估计参数存在较大的变化，说明股票市场各年的行情趋势对多因子量化选股模型有较大的影响。此外，即使股市整体行情趋势相同，多因子量化选股模型仍然存在一定的差异，但由于其具体走势持续时间不同，从而导致多因子量化选股模型产生一定的变化。

利用上述各年的多因子量化选股模型进行量化选股，将各年潜在增长潜力排名靠前的前 10 只股票构建股票池，并通过结合 2006 年多因子量化选股模型的选股结果，得到股票池在 2007-2018 年的实际投资收益，其结果如表 8 所示。

表 8 不同年份标的组合收益

时间	平均复合收益率	超额收益率
2007	83.14	91.83
2008	-39.32	11.2
2009	127.75	32.11
2010	-11.10	3.01
2011	-2.18	22.08
2012	15.11	4.23
2013	16.01	3.98
2014	77.92	16.86
2015	62.16	26.01
2016	2.22	7.11
2017	13.24	22.17

从表 8 可以看出，利用多因子量化选股模型进行数量化选股，并通过潜在增长潜力构建股票池，能够使得整个投资组合在各年的平均复合收益稳定地跑赢了当年市场基准，累计超额收益率高达 234.51%，说明通过量化选股模型挖掘具备增长潜力的股票是可行的，也是非常有效的。值得注意的是，跑赢市场基准并不总是给投资者带来正的收益，如股票池在 2008 年、2010 年和 2011 年的实际投资收益皆为负，但是投资组合在 2008-2018 年的实际累计收益率却高达 142.68%，说明量化投资是一个长期的投资过程，投资者要想获得较高的超额收益，需要长期以往地投资下去，不要计较局部的损益。

### 6.5 三种策略实证比较

为了解价值型投资策略、成长型投资策略和价值成长性策略这三种策略在我国 A 股市场上的表现，根据前文的研究思路，本文按照前文价值成长型策略的选股步骤，分别筛选

出价值型、成长型投资策略的超额收益，并且将这两种策略的各年超额收益进行了比较。其中包括超额收益率的均值、标准差，如下表 9 所示。价值投资策略超额累计收益的均值为 11.22%，略高于成长型投资策略超额累计收益的均值即 6.82%，而价值成长型策略超额累计收益为 21.27%，远超价值投资策略与成长投资策略。此外，这三种投资策略的标准差波动幅度相差不大，说明这三种投资策略都具有稳定的选股能力。

表 9 三种策略平均收益比较

对比指数	投资策略	均值	标准差	t 值
沪深 300	价值策略	11.22%	12.724	3.872
	成长策略	6.82%	14.428	2.153
	价值成长策略	21.27%	13.763	4.356

## 第七章 结论与启示

中国股市具有新兴且转轨改革的特色，于是，要想取得超额收益率，找出一套适用于我国股市的投资策略，显得尤为必要。本文从基于“自下而上”基本面分析方法的投资者的角度出发，在价值投资理论的基础上，综合考虑了股票成长性因素，提出了价值成长投资策略，在因子实证检验中提取了显著有效影响股票收益率的估值因子和成长性因子，并在第五章中用实证研究的方法证明了该策略在全市场和具体行业内的有效性。价值成长投资策略为我国众多股票投资者提供了一种新的股票投资新思路，可以较好地让投资者避免更大的风险从而尽可能获得满意的收益。

本文在理论研究的基础上，通过因子实证检验方法，在 6 个估值因子和 6 个成长因子中选出较为显著有效地影响股票收益率的估值因子和成长因子，再用这 6 个有效因子构成价值成长投资策略中的选股指标组合。本文选取了我国 A 股市场的所有股票(创业板除外)从 2006 年至 2018 年的历史数据进行实证研究。

首先是构建价值投资、成长投资和价值成长投资策略三种投资组合，从三种策略股票组合的累计收益率、超额收益率以及分组趋势等方面来具体分析这三种投资策略的有效性。再利用价值成长投资策略对我国 A 股市场所有股票进行分组研究，以及价值成长投资策略在具体行业机械制造业中的表现，最后得出以下结论：

(1) 本文选取了估值因子和成长因子，其中估值因子包括市净率、市销率、市现率、历史 PEG 指标，成长因子包括净资产收益率增长率、净利润增长率、营业收入增长率、利润总额增长率以及毛利润增长率，这些因子有着比较好的实证效果，能够显著有效地影响股票投资收益率。

(2) 在长达 10 多年的实证检验中，本文发现价值策略、成长策略以及价值成长投资策略都能够比较稳定地战胜沪深 300 指数。价值成长投资策略无论超额收益上表现最好，而价值投资策略和成长投资策略略逊一筹。这充分说明了在价值理论上融合成长性因素的双维度投资策略要好于单维度的价值投资策略和成长投资策略。

(3) 本文还检验了价值成长投资策略在不同市场条件下的可行性，在对 2006 年至 2018 年第 3 季度的我国 A 股市场所有股票（创业板除外）进行分组研究后发现，价值成长投资策略的每组股票组合收益率与价值成长性总分的排名是完全线性关系，可以说明价值成长投资策略在对预测股票下一期收益率具有非常好的效果，说明了价值成长投资策略具有非常好的股票市场区分度。

在本文中都是用历史数据来验证价值成长投资策略在我国 A 股市场的有效性和可行性，但是对于一种投资策略有效性的最好验证方法是留待未来，用时间来证明其价值，这一点是本文实证的局限性所在，但是用历史数据检验了价值成长策略的有效性，则可以在很大程度上说明采用该策略在不久的将来会有很大可能获得较好的超额收益。这也暗示了我国股市未来的发展趋势。

我国股票市场虽然经过二十多年的发展和壮大，但是由于我国 A 股市场的发展历史较短，在很多方面发展仍然还不成熟，市场上非理性成分大，总体效率也不高；信息披露还不完善，存在着大量的信息不对称。我国股市的参与者尤其是散户，不是从基本面或者技术层面潜心研究分析股票本身，而是到处打听小道消息，听风即雨，盲目投机。

纵观国外成熟股票市场，都是从刚开始的恶性投机市慢慢发展成熟，逐渐地价值投资等理性投资理念成为主流基调。例如美国股市。在 19 世纪，美国股市掀起了很多非理性的

股票热潮，如铁路股票转到电话、电力热潮，在之后的 20 世纪初期，出现了汽车股票热潮，如福特汽车就是那个时期炒出来的，然后这个汽车股票泡沫最终以 1929 年的大股灾结束；再之后同样的经历了各种股票热潮，电脑、互联网等等。有人说之前的美国股市就是一部连续不断的股市热潮史。但同时，美国股市也是在这样一波一波热潮中渐渐走向成熟和理性，现在的美国股市法规健全，管理严密，是一个成熟理性的市场。

所以本文在验证了价值成长投资策略在我国 A 股市场的有效性基础上，也暗示了我国股市未来健康的发展趋势，由投机盛行渐渐向成熟理性市场转变，股民的投资理念也会由现在的盲目跟风投机慢慢向价值成长性投资转变。

## 参考文献

- Basu,S. (1977). Investment Performance of Common Stocks In Relation To Their Price Earnings Ratios :A Test of The Efficient Market Hypothesis. *Journal of Finance*, 32:663-682
- Bernard, Thomas, James Wahlen(1997).Accounting-based stock price anomalies:Separating marketinefficiencies from risk. *Contemporary Accounting Research*,14:89-136
- Brandes Institute. 2003.The Value Premium in Non-US Markets. *Journal of finance*
- Capaul, Carlo, Ian Rowley, William F Sharpe(1993). International Value and Growth Stock Returns.*Financial Analysts Journal*, 1:27:36
- Chan,Yasushi Hamao,Josef Lakonishok. 1991.Fundamentals and stock returns in Japan. *Journal of Finance*, 46:1739-1764
- Chui, Andy CW, K. C. Wei(1998). Book-to-Market, Firm Size, and the Tum-of-the-year Effect: Evidence from Pacific-Basin Emerging Markets. *Pacific-Basin Finance Journal*,6:275:293
- Fama,and French(1992).The cross-section of expected stock return. *Journal of Finance*, 47
- Fama,E. and K.French. 1992.The Cross-Section of Expected Stock Returns. *Journal of Finance*, 47:427-466
- Fisher(1999).怎样选择成长股.罗耀宗译. 海南出版社, 三环出版社
- Fuller, RJ, Huberts(1992). It's not higgledy—piggedy growth[J]. *The Journal of portfolio management*,18:38-45
- Kenneth L. Fisher(1984).Super Stocks. Woodside, Calif: Business Classics.
- Kim M, & Ritter J.R. (1999). Valuing IPOs-revisited. *Journal of Financial Economics*, 53(3), 409-437.
- La Porta,P, Lakonishok J, Shleifer A, Vishny. 1997.Good News for Value Stocks: Further Evidence on Market Efficiency. *Journal of Finance*, 52:859-874
- Martin L.Leibowitz(1997).Sales-Driven Franchise Value. Charlottesville,Va:The Research Foundationof the Institute of Chartered Financial Analysis.



Moonchul Kim, Jay R(1995). Ritter. Valuing IPOs. Journal of Financial Economics , 53:409-437

艾小刚(2014).价值投资理论在 A 股估值中的有效性研究. 兰州大学

安迪·吉尔帕特里克(2003).投资圣经——巴菲特的真实故事. 北京: 民主与建设出版社

巴菲特(2004).巴菲特致股东的信: 股份公司教程.陈鑫译. 机械工业出版社

本杰明·格雷厄姆, 王大勇等译(1999).聪明的投资者.江苏人民出版社

本杰明·格雷厄姆、戴维·多德(2006). 证券分析.海口: 海南出版社

彼得·林奇, 罗瑟查尔德(2007).彼得·林奇的成功投资.刘建位, 徐晓杰译. 北京: 机械工业出版社

蔡飞(2008).市销率指标在股票投资决策中的应用. 财会月刊 (综合)

蔡海洪, 吴世农(2003).价值股和成长股不同市场表现实证研究. 财经科学, 3:1-4

常仙鹤.朱纪刚(2014).成长投资进化论.中国证券报 J09:1-2

陈光兴, 张一明(2010).浅谈价值成长投资策略在中国股市的适用性. 证券投资, 24:8

陈祺(2013).中国股市价值投资策略的绩效研究. 复旦大学

陈国进, 王占海(2010). 我国股票市场连续性波动与跳跃性波动实证研究.系统工程理论与实践, 30(9):1554-1562.

陈晓红, 余坚, 邹湘娟(2006).中小上市公司成长性评价方法比较研究.科学管理, 1:145-151

陈晓红, 王琦(2008).基于成长性的我国中小上市公司价值投资策略.系统工程, 1:45-50

邓秀英(2010).上市公司价值投资策略研究. 商业时代, 19:54-55

杜惠芬, 平仕涛(2005).在 A 股市场使用市销率系列指标的实证分析.中央财经大学学报, 10:35-38

范依梅(2007).“有效市场假说”综述.集团经济研究. 92:66-266

冯强(2010).价值投资在我国的有效性研究—基于估值指标的统计分析.电子科技大学

傅真卿(2013).A 股市场的价值反转投资策略实证研究. 上海交通大学

- 顾纪生, 朱玲(2012).股票投资价值分析的综合指标及其创新指向.商业研究,2:159-165
- 格林威尔等著, 李瑶光, & 张建文. (2002). *价值投资: 从格雷厄姆到巴菲特*.
- 韩钰(2014).价值投资理论下的因子选股模型及投资组合绩效分析[D].东北财经大学
- 贺显南(2004).中国股市价值投资研究. 中南财经政法大学学报, 5:117-122
- 洪亮(2006).浅谈价值投资于股权分置改革. 商业时代.31:54-58
- 黄惠平, 彭博(2010).市场估值与价值投资策略——基于中国证券市场的经验研究.会计研究, 10:40-46
- 季明发, 彭浩东(2013).中国 A 股市场价值投资策略比较——基于 P/E、P/B、P/S 和 M/G 选股指标的实证研究. 商业研究, 13:52-54
- 蒋俊贤(2005).价值投资于中国股市可行性的实证研究. 内蒙古科技与经济, 6:8-10
- 蒋彧,江涌.大宗交易会 影响股票价格吗?——基于 A 股市场的实证检验[J].中央财经大学学报,2019(10):41-52.
- 靳晓(2008).基于中国股票市场的价值投资策略研究. 华东交通大学
- 科普兰 (Copeland,T.) 等著(2002).《价值评估: 公司价值的衡量与管理》.北京: 电子工业出版社
- 劳伦斯·柯明汉姆,田路译(2004).什么是价值投资. 华夏出版社.
- 李婷(2014).基于市盈率的 A 股股票投资策略研究. 山西财经大学
- 林斗志(2004).价值投资在我国股市表现的实证分析.财经科学
- 刘建位, 徐晓杰(2006).跟大师学投资.北京: 民主与建设出版社
- 刘晓娟, 陈敏, 王梅丽, 杨越, 陈梦玲(2013).浅谈中国股票市场的现状. 技术与市场, 1:47-48
- 刘毅(2012).因子选股模型在中国市场的实证研究, 上海复旦大学
- 陆飞(2008).中国股市价值投资策略的实证研究. 北京理工大学
- 罗刚(2007).解读巴菲特的价值投资策略. 审计与理财.第 9 期: 35-36
- 吕志新(2013).基于 Piotroski 策略的深圳 A 股价值投资实证研究. 东北财经大学

任淮秀(2007).证券投资学.北京高等教育出版社,第2版:50-53

尚秀霞(2005).价值投资策略在中国有效性的实证研究.复旦大学 4:8

沈浩(2009).中国股市价值成长投资策略的实证研究.上海社会科学院产业经济学

史密斯,穆迪曹泽枝, & 刘军伟.(2009).用普通股进行长期投资.中国华侨出版社.

时文艺(2014).价值投资在中国破产了吗?—基于价值型证券投资基金的研究.特区经济, 4:108-109

施东晖(1996).新兴证券市场和国际组合投资.国际金融研究, 10

孙春甫(2005).股票定价与价值投资研究.四川大学

孙美, 刘亚萍(2008).分行业研究价值投资在我国股市的适用性.决策&信息, 10: 24-25

唐纳德·J·彼得斯(2008).成长型股票投资的反响策略——理论基础与实践验证.中国青年出版社

唐斯(2014).中国股票市场价值投资策略实证研究.东北财经大学

田利辉, 王冠英.我国股票定价五因素模型:交易量如何影响股票收益率?[J].南开经济研究, 2014(2):54-75.

王聪.成长股投资大师:福斯特·弗赖斯.金融博览(财富), 2011(2):68-69

王化成(2012).会计投资价值指数与股票收益—来自A股市场的经验数据.中国软科学, 6: 102-112

王丽(2016).我国A股市场价值成长投资策略及其有效性实证研究.江南大学

王镛(2012).股票绝对估值法的应用研究.专题研究.5:98-100

王伟俊(2006).证券投资的相对估价法研究.上海社会科学院

王艳春, 欧阳令南(2003).价值投资与中国股市的可行性分析.财经科学,12

威廉·F·夏普(2001).投资组合理论与资本市场.北京:机械工业出版社.

吴后宽(2012).以净利润增长率检验价值投资在中国的适用性.会计之友,1:73-75

吴玉桐(2008).基于有限理性的中国个体投资者行为与投资策略研究.哈尔滨工程大学

武婷婷(2015).兼顾财务指标与估值指标的价值投资策略实证研究.中国科技大学

- 熊伟(2012).我国中小投资者非理性行为分析 . 中国证券期货, 10:39-40
- 严高剑, 胡浩, 马坚, 李颖(2008).GARP 投资策略——成长与价值并重. 中信证券研究所
- 叶佩娣(2008).市盈率估值法和市销率估值法在我国 A 股市场的应用分析 .山东财政学院学报(双月刊), 2:42-45
- 余岚(2009).成长型股票的选择方法及投资策略研究. 西南财经大学
- 袁晓旭(2013).基于价值股与成长股超长收益对比的价值投资研究.南京财经大学
- 张弘林(2006).西方股票投资思想的演变与当代中国股市研究. 复旦大学
- 张磊(2007).市盈率作为选股指标的有效性研究. 广东财经职业学院学报, 4:52-54
- 张淑君(2008).财务质量对股票投资收益率的解释及预测作用研究——来自中国 A 股市场上市公司的经验证据. 北京经济贸易大学
- 张显峰(2012).基于成长性和创新能力的中国创业板上市公司价值评估研究. 吉林大学
- 赵志永(2013).行业生命周期对股票收益率效应的研究——基于造纸、石化和医药行业的实证分析.西南财经大学
- 珍妮特·洛尔著, 张戎, 赵平莉译(2003).查理芒格传.海南出版社
- 证券业协会(2010).证券投资分析. 中国财政经济出版社
- 朱海波, 邱龙淼(2010).我国股市投机程度的测度. 现代商贸工业, 10:96