

有关股评价值的实证研究^{***}

□方立兵 曾 勇 [电子科技大学 成都 610054]

[摘 要] 以2000年股评家推荐的2052只股票作为样本,并根据推荐的持有策略将其分成短线和中线两组来分析股评的投资价值。研究结果对我国股评家属于信息驱动型提出了质疑,并指出,即使考虑交易费用,被推荐的短、中线个股(组合)仍然具有一定的投资价值。从长期来看,个股(组合)可以显著获得超常收益或赢利;与中线相比,短线个股(组合)的期望收益较高、风险较小。

[关键词] 股评价值; 交易费用; 超常收益; 实证研究

[中图分类号] F830.91 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1008-8105(2005)02-0015-03

我国股票市场以散户投资者居多,占99%以上,他们大都缺乏专业知识及投资经验,更没有足够的时间去研判股市,故而常常居于信息弱势。一些不法的套利者正是利用这一点谋取超常收益,市场矛盾严重。为帮助投资者有效地把握、利用市场信息,缓和矛盾,股评机构应运而生。这些机构的股评人士大都是经过专业知识考核和严格选拔的,他们对市场上的信息进行剖析,再通过各种媒体发布结果以供投资者参考。但是,现实生活中却有很多人“听股评赚钱”嗤之以鼻。股评建议真的不具投资价值吗?

一、相关研究回顾

Cowels(1933)^[1]《Can stock market forecasters forecast?》一文的结果是美国的证券分析师推荐的股票不能获得超常收益,Bidwell(1977)^[2]给出了类似的结果。但是,由于当时数据收集比较困难,准确性较差,这个结果在以后的文献中被否定了。Kent(1996)^[3]以及Barber和Lehavy等(2001)^[4]研究发现股评建议具有一定的投资价值。对于我国市场,林翔(2000)^[5]发现我国股评家推荐的股票在推荐公开前,产生了持续的正的累积超常收益,推荐公开后存在显著的负的累积超常收益。据此,该文认为我国股评家拥有一定的私有信息。朱宝宪和王怡凯(2001)^[6]从1999年1月~11月《上海证券报》每周日的《为您选股》栏目收集了565只股票,按照推荐的买入时机和持有策略对这些股票的投资价值进行了分析,发现推荐的短线组合收益高于投资基金的收益,推荐的中线个股(组合)收益几乎都低于大盘。据此,该文认为我国股评家只具有把握市场短期热点的能力。但是样本量较小是上述文献的共同缺陷,结果可能存在较大的偏差。

本文以《中国证券报》2000年全年各期股评栏目推荐的2052只股票作为样本,检验我国股评家推荐的短、中线股票在扣除交易费用之后的获利情况。在以往的文献中,虽然朱宝宪和王怡凯(2001)^[6]考虑了交易费用,但仅检验了500多只股票;而其他的相关研究都没有定量地研究扣除交易费用之后的收益率,与现实情况相左。

二、模型与方法

对于收益的确定方法本文采用朱宝宪和王怡凯(2001)^[6]提出的指标收益率法。这里将短、中线操作的指标收益率分别记为 IR_s 、 IR_L 。以等权的形式投资某周推荐的所有具有相同持有策略的股票的方法进行组合投资,则组合的指标收益率(以短线为例)

$$IS_{sp} = \sum_{i=1}^n IR_s^i / n \quad (1)$$

其中, IR_s^i 为该周推荐的第*i*只短线股票的指标收益率,该周共推荐*n*只股票。

以短线个股为例(其他类型的个股或组合与此类似),将其指标收益率(IR_s)与当期市场平均收益率(R_M)进行比较,计算超常收益率(AR)。于是,短线个股的超常收益为

$$AR_s = IR_s - R_M \quad (2)$$

实际操作中投资者是需要支付交易费用的,设为*f*。若每股买入价为*P*元,那么购买时共需支付 $(1+f) \cdot P$ 元;不妨设持有一段时间后以 $(1+r) \cdot P$ 元售出,*r*为售出时股价相对于购买时股价的涨跌幅率,可视为本文的指标收益率。此时,除去交易费用,实际可以收回 $(1-f) \cdot (1+r) \cdot P$ 元。则对于投资者来说,实际收益率*R*应该为

• [收稿日期] 2004-07-15

•• [作者简介] 方立兵(1980—)男,电子科技大学管理学院硕士研究生;曾勇(1963—)男,电子科技大学管理学院院长,教授,博士生导师。

$$R = \frac{(1-f)(1+r)}{(1+f)} - 1 \quad (3)$$

将公式(3)中的 r 替换为 IR 即为扣除交易费用后的个股(组合)收益率 R 。一般说来,交易费用由佣金、印花税等组成,佣金为 0.35%、印花税为 0.4%,这里我们取单边交易费用为 0.75%。若未作特殊说明,以下提到的个股(组合)的收益率均为扣除交易费用后的指标收益率。

几乎所有的股评家都不愿意作“卖出”建议,因此与朱宝宪和王怡凯(2001)^[6]类似,对于推荐短线操作的股票分别研究持有 1、2、3 周后的获利情况;对于推荐中线操作的股票分别研究持有 5~8、9~12 周后的获利情况,并以推荐公布后的第二天作为买入时间从而计算指标收益率。需要说明的是,本文的“持有 1 周”是指从推荐后第一个交易日开始,在持有 5 个交易日之后的第一个交易日抛出,依此类推。若 $R > 0$,则认为该个股(组合)按照相应的持有策略操作可以赢利,若 $AR > 0$ 则认为该个股(组合)可以获得超常收益。用百分数来表达当期推荐的所有沪(深)市股票中可以赢利(获得超常收益)股票的规模,计算方法如下

当期推荐的可以赢利(获得超常收益)的沪(深)市股票
当期推荐的所有沪(深)市股票

假设个股收益服从正态分布并相互独立,依据样本收益均值 $\bar{R}$ 、样本标准差 S 、样本量 n 、总体收益的均值 μ_0 ,构造 T 统计量。由于本文样本量较大,故而可以近似认为统计量 T 服从正态分布(以下若未作说明都采用这样的处理方法)。并取显著性水平 $\alpha = 0.01$,查正态分布表可得 $T_{\alpha/2} = 2.57$,均值 μ_0 的置信区间为

$$\bar{R} - 2.57 \times \frac{S}{\sqrt{n}}, \bar{R} + 2.57 \times \frac{S}{\sqrt{n}}$$

三、样本来源

《中国证券报》^①是中国证券监督管理委员会授权刊登上市公司信息披露的指定报纸,在国内外公开发行。从 1992 年 10 月 8 日试刊、1993 年 1 月 3 日创刊以来,拥有约 280 万人的阅读群,影响面较广。其刊用的股评建议均来自我国著名的证券研究机构,如“申银万国”、“武汉新兰德”、“国泰君安”、“华鼎财经”、“万国测评”、“华夏证券”、“宁波海顺”等。这些机构均获得了证监会核准的证券期货投资咨询资格,从而保证了股评建议的专业性、有效性。在收集数据过程中,将长线归入中线;对于那些没有明确提出持有策略但出现“积极跟进”、“积极介入”、“介入持有”等字眼的也视为中线;对于没有明确提出短线操作但出现“适量介入”、“适量跟进”等字眼的视为短线。在整理数据的过程中,若出现同一周多次推荐同一只股票但具有不同的持有策略,由于无法确定其持有策略,从样本中剔除;对于以相同的持有策略在同一周内被多次推荐的股票则仅保留一只,以免高估该股票的影响。最后总共收集了 48 周、2052 只股票。其中,推荐短线操作的股票共有 948 只,沪市 479 只,深市 469 只;推荐中线操作的股票共有

1104 只,沪市 540 只,深市 564 只。

四、实证结果

(一)短线股票的获利情况

如图 1 所示,对于短线个股而言,无论哪种持有期,在所有被推荐的沪(深)市个股中都有 60% 以上可以获得超常收益,50% 以上可以赢利。由于 2000 年我国股市处于牛市阶段,投资者情绪高涨,虽然股评家推荐短线操作,但在 2~3 周之内持续追涨者较多,故而在短期内,可赢利(获得超常收益)的股票数量随着持有期的拉长不减反增。

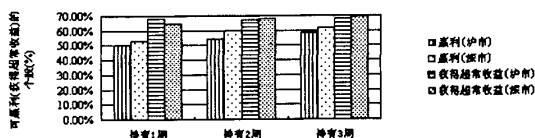


图 1 短线个股的收益情况

三种持有期在 0.01 的显著性水平下都能显著获得超常收益或赢利,构造 T 统计量计算各种持有期的收益区间,结果表明持有 1 周的收益区间最稳定为 $[0.0116, 0.0128]$,标准差为 0.0716,持有 2、3 周之后的收益区间分别为 $[0.0272, 0.0435]$ 、 $[0.0402, 0.0614]$,标准差分别为 0.098、0.127。若以标准差度量风险,可见,随着持有期的拉长,收益区间虽然呈现出递增趋势,但风险也在增大。另外,从长期来看,投资者投资于股评家推荐的短线股票并按照持有 14 个交易日的策略进行操作,平均每 2 周就可以 99% 的把握至少赢利 2.72%。按照每月 4 周、每年 48 周进行计算,连续投资,则复利月收益率至少为 $(1 + 2.72\%)^2 - 1 = 5.51\%$,复利年收益率至少为 90.42%。

以前较小样本的文献,如林翔(2000)^[5]、朱宝宪和王怡凯(2001)^[6]等认为我国的股评家属于信息驱动型,并认为我国的股评家推荐的股票并不能在中长期内获得超常收益或赢利。但是在本文的较大样本的情况下,1104 只中线股票在推荐后的中长期内仍然可以获得超常收益或者赢利,而且数量比较稳定。如图 2 所示,无论是深市还是沪市,两种持有期均有 60% 以上的股票可以获得超常收益,58% 以上的股票可以赢利。

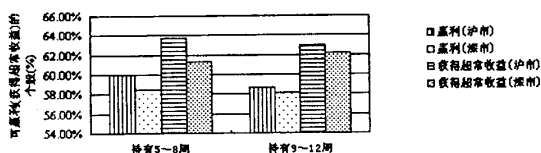


图 2 中线个股的收益情况

与短线的处理方法类似,计算中线股票收益率的置信区间,结果显示,被推荐的中线股票持有 5~8、9~12 周的收益区间和标准差比较接近,分别为 $[0.0429, 0.0711]$, 0.1823、 $[0.0455, 0.0738]$, 0.1833。若将这两种持有期的收益序列分别记

为 X 、 Y ，同样的假设条件下，对序列 $(Y - X)$ 检验，发现其仍然显著大于 0。这表明股评家推荐的中线股票随着持有期的拉长赢利水平处于较稳定的上升趋势，这个现象的出现对有关我国的股评家属于信息驱动型提出了质疑。

(二) 组合的收益情况

组合的样本中包含 48 个短(中)线组合，这些组合均表现出了较高的收益水平，对于短线组合有 85% 以上可以获得超常收益或赢利。尤其是按照持有 1~2 周进行操作的短线组合，几乎全部获得超常收益。

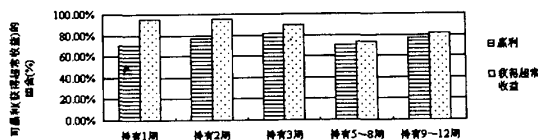


图3 组合的收益情况

以短线组合持有 2 周为例，计算出的组合收益率均值的置信区间为 $[0.0177, 0.0538]$ ，标准差为 0.0487。这就是说，以等权的形式投资于股评家每周推荐的所有短线股票，以持有 2 周的策略进行操作，每次交易至少可以获利 1.77%，全年 48 周 24 次交易可以 99% 的把握至少赢利约 42.48%，甚至更高。同样，再以中线股票持有 5~8 周为例，中线组合的收益区间为 $[0.0146, 0.0767]$ ，标准差为 0.0970。可见，与个股相比，股评家推荐的股票组合具有较低的风险。

五、结束语

本文选取较大的样本利用指标收益率法对 2000 年我国股评家推荐的股票短(中)线个股(组合)的收益情况进行实证研究，结果表明即使考虑交易费用，他们推荐的短线组合能够获得超常收益的数量最多，高达 89% 以上。而且同样的持有期、同样的赢利水平，其风险不到个股的一半。股评家推荐的中线个股持有 5~8、9~12 周后抛出可以 99% 的把握分别获得至少 5.92%、6.71% 的收益，且两种持有期序列的标准差基本相等。因此，对于股评家推荐的中线股票值得“介入并持有”，但我国的股评家是否属于价值驱动型有待进一步检验。

国内其他相关研究采用因素调整模型也得出了类似的结论，只是这些研究结果显示股评家推荐的中线股票不能获得超常收益。但考虑的 2000 年的大牛市行情，这一点分歧也是可以理解的。

于是，可以认为我国股评家确实掌握了一定的私有信息，通过发布股评建议的形式将这些信息扩散到市场中，对提高市场效率可以起到相当的作用。因此，管理当局很有必要大力扶植和培养专业的投资咨询机构，并营造一个良好的竞争环境，帮助股评家发挥其专业职能。对于股民来说，获取股评信息可以提高自身的信息优势，有助于更好的把握市场。但必须认识到股评家也只是普通人，他们的认识在很多时候也是存在偏差的。尤其是在我国这样一个不健全的股票市场中，很多因素都会导致股评家发布错误的建议。所以，面对目前社会上各种传媒所发布的股评建议，广大股民还是应该保持清醒地认识，批判的接受。

注释

①有关《中国证券报》的其他统计数字见中国人民大学舆论研究所副所长刘夏阳执笔的《〈中国证券报〉十周年读者调查综述》

参考文献

- [1] Colwles A. Can Stock Market Forecasters Forecast [J]. *Econometrica*, 1933, (3): 309-324
- [2] Bidwell C M. How Good is Institutional Brokerage Research? [J]. *Journal of Portfolio Management*, 1977, 3(1): 26-31
- [3] Womack K L. Do Brokerage Analysts' Recommendations Have Investment Value? [J]. *Journal of Finance*, 1996, 51(1): 137-167
- [4] Barber B, Lehavy R, McNichols M, Trueman B. Can Investor Profit from the Prophets? Security Analyst Recommendations and Stock Returns [J]. *Journal of Finance*, 2001, 56(2): 531-563
- [5] 林翔. 对中国证券咨询机构预测的分析[J]. *经济研究*, 2000, (2): 56-65
- [6] 朱宝宪, 王怡凯. 证券媒体选股建议效果的实证分析[J]. *经济研究*, 2001, (4): 51-57

An Empirical Study of Investment Value of Stock Analysis

FANG Li-bing ZENG Yong

(UEST of China Chengdu 610054 China)

Abstract The sample is made of 2052 stocks which are recommended by analysts in 2000 and sorted into short and middle term ones according to the holding period. With this sample, the investment value of stock analysis is discussed. The results deny the declaration that Chinese analysts are Information-Based, and point out that the recommended stocks can produce abnormal return even if trading fee is taken into account. In the long run, both singles and portfolios can significantly gain abnormal return. Compared with the middle-term, the short-term have higher expected return and lower risk.

Key Words investment value of stock analysis; trading fee; abnormal return; empirical study

作者: [方立兵](#), [曾勇](#), [FANG Li-bing](#), [ZENG Yong](#)
作者单位: [电子科技大学, 成都, 610054](#)
刊名: [电子科技大学学报 \(社会科学版\)](#)
英文刊名: [JOURNAL OF UNIVERSITY OF ELECTRONIC SCIENCE AND TECHNOLOGY OF CHINA \(SOCIAL SCIENCES EDITION\)](#)
年, 卷(期): 2005, 7 (2)
被引用次数: 2次

参考文献(6条)

1. [Colwles A](#) [Can Stock Market Forecasters Forecast](#)[外文期刊] 1933 (03)
2. [Bidwell C M](#) [How Good is Institutional Brokerage Research?](#) 1977 (01)
3. [Womack K L](#) [Do Brokerage Analysts' Recommendations Have Investment Value?](#)[外文期刊] 1996 (01)
4. [Barber B](#); [Lehavy R](#); [McNichols M](#); [Trueman B](#) [Can Investor Profit from the Prophets? Security Analyst Recommendations and Stock Returns](#)[外文期刊] 2001 (02)
5. [林翔](#) [对中国证券咨询机构预测的分析](#)[期刊论文]-[经济研究](#) 2000 (02)
6. [朱宝宪](#); [王怡凯](#) [证券媒体选股建议效果的实证分析](#)[期刊论文]-[经济研究](#) 2001 (04)

本文读者也读过(9条)

1. [徐雯](#) [基于行为金融的股评推荐及投资者行为研究](#)[学位论文]2006
2. [靚老虎](#) [炒股好帮手——Stock Manager软件使用心得](#)[期刊论文]-[电子与电脑](#)2001, 6 (6)
3. [殷保华](#) [股评文章不要轻易相信](#)[期刊论文]-[大众理财顾问](#)2010 (6)
4. [张万洁](#) [股票市场中的广义极值分布的极值指数的估计和研究](#)[学位论文]2008
5. [宫义飞](#). [夏雪花](#) [分析师跟踪、所有权性质与融资约束](#)[会议论文]-2009
6. [杨胜刚](#), [刘佳](#) [我国证券分析师的执业操守与监管规范](#)[期刊论文]-[河南金融管理干部学院学报](#)2006, 24 (1)
7. [张斌](#) [证券分析师民事责任解析](#)[期刊论文]-[证券市场导报](#)2002 (7)
8. [刘建和](#). [范炜](#). [金雪军](#) [证券分析师群体荐股能力的实证研究](#)[期刊论文]-[审计与理财](#)2005 (9)
9. [刘凤元](#) [证券分析师的监管分析](#)[期刊论文]-[金融与经济](#)2008 (8)

引证文献(2条)

1. [张莲](#) [周末荐股附加价值的实证研究](#)[学位论文]硕士 2006
2. [张永杰](#), [张维](#). [金曦](#). [熊熊](#) [互联网知道的更多么?——网络开源信息对资产定价的影响](#)[期刊论文]-[系统工程理论与实践](#) 2011 (4)

本文链接: http://d.wanfangdata.com.cn/Periodical_dzkjdxxb-shkx200502005.aspx