



第十七辑

# 中国股票市场 盈利溢价效应研究

A Study on Profitability Premium  
in Chinese Stock Market

齐欣林◎著

■ 本书针对中国股票市场环境，探寻上市公司盈利与预期股票投资收益的关系，研究发现中国市场存在显著为正的盈利溢价效应，并在此基础上深入挖掘溢价效应背后的经济运行机制。本书弥补了国内学界关于 A 股市场盈利定价因子有效性的研究空白，为更科学地投资中国股票市场提供了实践参考。

 中国金融出版社

中国股市研究

# 中国股票市场 盈利溢价效应研究

中国股市研究系列  
中国股市研究系列

中国股市研究

中国股市研究系列  
中国股市研究系列  
中国股市研究系列

金融博士论丛·第十七辑

# 中国股票市场盈利溢价效应研究

A Study on Profitability Premium in Chinese Stock Market

齐欣林 著



中国金融出版社

责任编辑：王效端

责任校对：李俊英

责任印制：赵燕红

## 图书在版编目 (CIP) 数据

中国股票市场盈利溢价效应研究 (Zhongguo Gupiao Shichang Yingli Yijia Xiaoying Yanjiu) / 齐欣林著. —北京：中国金融出版社，2017. 12

(金融博士论丛)

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9290 - 1

I. ①中… II. ①齐… III. ①股票市场—研究—中国 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 267453 号

出版  
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 9.25

字数 160 千

版次 2017 年 12 月第 1 版

印次 2017 年 12 月第 1 次印刷

定价 36.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9290 - 1

如出现印装错误本社负责调换 联系电话(010)63263947

编辑部邮箱: jiaocaiyibu@126.com

# 前言

2013 年以来，盈利异象成为国际前沿资产定价研究关注的热点问题，从公司基本面出发，支持盈利能力对股票横截面收益具有正向预测能力的研究证据陆续被发现（Novy - Marx, 2013; Ball et al., 2014; Sun, Wei 和 Xie, 2014 等）。2015 年，Q 因子定价模型（Hou, Xue 和 Zhang, 2015）和 Fama - French 五因子定价模型（Fama 和 French, 2015）同年问世，在这两大最新资产定价模型中，盈利因素均被正式确立为资产定价因子，这进一步肯定了盈利在股票收益预测方面的重要作用。梳理可知，现有绝大部分盈利溢价相关研究均集中于美国等成熟资本市场，而在新兴经济体市场，尤其是中国股票市场，探究公司盈利在股票横截面收益预测方面的研究寥寥无几，存在明显的空白。与此同时，中国股票市场自成立至 2000 年初，由于相关市场机制设计与法律制度的不完善，内幕交易与投资炒作现象严重，曾被诟病为“赌场”。然而经过 2000 年之后的跨越式集中改革与发展期，中国股票市场现已成长为全球第二大市场，股票价格中的信息含量稳步上升，股价波动与基本面的相关性逐步增强，市场成熟度稳步提升。此时，在中国市场中研究公司盈利对于价值投资者来说是否是一个关键性的基本面信号，具有很强的紧迫性和现实意义。

本书针对中国股票市场环境，探寻上市公司盈利与预期股票投资收益间的关系，对盈利溢价效应进行系统性的检验，并在此基础上深入挖掘盈利策略实践背后的运行机制，解释溢价效应的来源。概括来看，本书主要有以下研究发现：首先，中国股票市场中可以观测到显著为正的盈利溢价效应，即盈利能力高的公司会获得较高的股票未来回报，实证研究发现，基于公司毛利润率、资产收益率、股东权益收益率构建的盈利多空对重组能创造显著（在 1% 的水平上）的约 18%、15%、13% 的年化超额收益（用 Fama - French 三因子模型衡量）；其次，盈利策略具有良好的稳健性，在控制包括市值规模因子、价值因子、惯性收益因子在内的一系列因素之后，盈利对于股票预期收益的正向预测能力依然保持显著，且盈利溢价效应在大市值规模和高成长性的公司中表现得更为突出；最后，在盈利溢价的经济机制解释方面，本书实证研究发现盈利溢价效应在投资摩擦程度更低的公司（此类公司通常有更多的分红、更大的资

产规模、更多的国有控股，以及更低的融资约束指数）中表现更显著，而在估值更加不确定或有限套利更高的公司中反而表现更弱，这证明 Q 理论可以很好地解释盈利策略的超额收益来源，而基于行为金融学的错误定价解释并不可行。

本书的创新之处体现在以下四个方面：第一，系统性地检验了盈利溢价效应。由于盈利因素在 2015 年才被正式确定为资产定价因子，国内学者针对盈利因子的关注度十分有限，鲜有基于企业盈利构建投资策略的实证研究，本书从企业盈利层面出发剖析价值投资策略弥补了上述空白。第二，丰富了价值投资策略的内涵。截至目前，学术界已有的价值投资的实证研究多集中于单纯依靠估值指标选股的传统价值投资策略，本书在价值投资的新兴领域——盈利驱动的价值投资策略深入挖掘符合股票估值模型的本源，并通过控制规模和账面市值比因子来构建多维联合选股体系，拓展了价值投资策略的外延。第三，多维度出发构建投资策略。本书通过不同盈利评价准则测度投资组合绩效，并对盈利策略进行了全面深入的稳健性检验，构建了“规模—估值—盈利”三维联合选股体系，为价值投资者在 A 股市场的实践提供了具体指导。第四，揭示了盈利溢价效应的经济驱动因素。以往研究主要围绕市场异象本身即针对策略斩获超额收益的测度，而缺少对其背后驱动因素进行探讨，本书创新性地对比实证检验了行为金融学的错误定价理论和新古典金融学的 Q 理论对于盈利溢价的经济解释能力，揭示了 A 股市场中盈利溢价效应与理性的资产定价模型——基于投资摩擦的 Q 理论相一致。

在中国股票市场日渐成为国际资本市场重要组成部分的大环境下，本书的创作扩充了资产定价领域对于这个市场的研究。在过去的研究中，中国股票市场往往被认为投机成分高，且股票收益与公司基本面信息（如盈利能力）脱节。但是，随着我国资本市场的不断发展，政策监管的不断完善，以及公司信息披露程度的逐渐加深，中国股票市场的有效程度已经显著增强。作者通过本书的创作，在检验中国股票市场的发展程度和有效性的同时，为读者更客观地认识盈利溢价效应提供了有力的证据，期望可以为读者更科学地投资于中国股票市场提供良好的参考。

作者

2017 年 11 月

# 目 录

|                     |    |
|---------------------|----|
| 第一章 绪论              | 1  |
| 第一节 论题的提出           | 1  |
| 第二节 研究目的与意义         | 4  |
| 第三节 主要研究内容          | 6  |
| 第四节 研究方法、文章结构安排及创新点 | 8  |
| 第二章 文献综述            | 13 |
| 第一节 传统价值投资研究        | 13 |
| 第二节 盈利溢价效应与价值投资     | 20 |
| 第三节 国内学者研究现状        | 28 |
| 第四节 国内外研究现状评述       | 31 |
| 第五节 中国股票市场环境分析      | 33 |
| 第三章 盈利溢价的理论基础       | 39 |
| 第一节 Q 理论            | 40 |
| 第二节 股票估值模型          | 45 |
| 第三节 错误定价理论          | 48 |
| 第四章 实证研究方法          | 53 |
| 第一节 数据来源与样本选择       | 53 |
| 第二节 变量选择与定义         | 56 |
| 第三节 主要研究方法          | 64 |
| 第五章 盈利策略的实证研究发现     | 69 |
| 第一节 盈利组合特征分析        | 69 |
| 第二节 盈利策略的收益情况分析     | 72 |
| 第三节 回归分析            | 80 |

|                           |     |
|---------------------------|-----|
| 第四节 本章小结 .....            | 84  |
| 第六章 盈利策略的稳健性研究 .....      | 86  |
| 第一节 研究动机 .....            | 86  |
| 第二节 规模控制下的策略收益分析 .....    | 87  |
| 第三节 估值控制下的策略收益分析 .....    | 93  |
| 第四节 规模与估值控制下的策略收益分析 ..... | 98  |
| 第五节 本章小结 .....            | 101 |
| 第七章 盈利策略的经济机制研究 .....     | 103 |
| 第一节 基于错误定价理论解释的检验 .....   | 103 |
| 第二节 基于 Q 理论解释的检验 .....    | 109 |
| 第三节 本章小结 .....            | 117 |
| 第八章 结论与启示 .....           | 118 |
| 第一节 主要研究结论 .....          | 118 |
| 第二节 研究启示 .....            | 119 |
| 参考文献 .....                | 123 |
| 后记 .....                  | 136 |

# 第一章

## 绪 论

### 第一节 论题的提出

投资研究中的核心问题之一便是关注资产价格的变动，科学地认知资产定价的决定因素，有助于投资者寻找到股票价格与公司相关基本面信息的联动纽带，并在一定程度上预测股票价格变动，从而更加有效地进行资产管理和资产配置，实现投资收益。因此，对于资产定价理论和实证的研究自现代金融理论体系形成以来，自始至终是众多学术界金融学者、业界专业投资人士均高度关注的焦点问题。

近几年中，有关公司盈利能力和股票预期收益之间关系的研究成为资产定价的理论和实证研究中受到高度关注的领域，许多国际前沿研究都针对这一问题展开。Fama 和 French (2006, 2008) 研究发现，用股东权益报酬率 (ROE) 作为公司盈利水平的代理变量，在控制公司的账面市值比和投资之后，拥有高盈利水平的公司将会有更高的预期投资收益；Novy - Marx (2013) 则研究指出，相比于 ROE，用公司毛利与资产之比 (gross profits scaled by assets, GPA) 作为公司盈利能力的代理变量，对于股票横截面收益情况具备更强的正向预测效力；从基于投资的 Q 理论出发，Li、Livdan 和 Zhang (2009) 研究证明了公司的投资与盈利是其股票预期投资收益的重要基本面决定因素，而 Hou、Xue 和 Zhang (2015a, 2015b) 提出了一个新的 Q 理论四因子模型，在市场风险与规模因子的基础上，正式加入了投资和盈利作为新的资产定价因子，该研究明确指出，拥有更高盈利水平的公司股票预期投资收益越高；而几乎在同一时间，Fama 和 French (2015) 同样对其经典资产定价模型——三因

子定价模型 (Fama 和 French, 1993) 进行了扩展, 在保留其原有三因子的基础上增加了盈利因子和投资因子。上述前沿研究都强调了盈利因子在股票横截面收益预测方面的重要作用, 并可以用于捕捉到许多现行的无法套用经典资产定价模型解释的股票市场异象 (anomaly) 的变化情况。

而在实务投资领域, 世界级的投资大师包括本杰明·格雷厄姆 (Benjamin Graham)、沃伦·巴菲特 (Warren Buffett) 和乔尔·格林布拉特 (Joel Greenblatt) 等人在评估公司的综合品质并作出投资决策的过程中, 同样对公司盈利性有着高度的关注 (Greenblatt, 2010; Lee, 2014)。Frazzini、Kabiller 和 Pedersen (2013) 在回溯研究了巴菲特过去三十多年投资策略的超额收益 (阿尔法) 后发现, 相较于较低的估值水平, 巴菲特在进行价值投资时更加看重对公司品质的评估, 其中高品质的最重要特征即为盈利出众, 尽管此类公司的价格可能在决策时已经不低, 但是仍然值得投资。由此可见, 全面考察公司的盈利性在投资实践中的重要作用不言而喻。

因此, 从公司基本面出发, 构建由盈利驱动的价值投资策略 (以下简称盈利策略) 成为价值投资领域学术研究的最新热点方向, 投资者通过盈利相关指标构建投资组合获取超额收益的现象即为盈利溢价效应 (profitability premium)。盈利异象在近三年里得到了学术界的高度关注, 但是绝大部分研究均是集中于美国市场, 然而在国际市场中尤其是新兴经济体市场的环境下, 探究盈利在股票投资收益预测方面的研究还凤毛麟角, 仅有 Sun、Wei 和 Xie (2014) 在包含 41 个国家的国际样本中, 实证研究发现盈利溢价效应在其中三分之二的国家中均显著存在, 然而该研究对于盈利的刻画比较单一, 仅使用了毛利资产比一种指标。在这样的研究背景下, 本选题正是专门针对中国股票市场, 通过全面的代理变量选择和精细的实证研究设计对盈利溢价效应进行系统性的研究, 探究基于盈利因素构建的价值投资策略在中国市场中的有效性情况, 旨在为盈利溢价效应在国际范围中的检验提供来自中国市场的证据, 弥补了当前国内相关领域的研究空白。

随着金融改革的深化, 中国的金融市场在结构与规模上均有了全面的发展, 金融市场的主要组成部分——股票、国债、公司债市场均经历了一个快速成长的过程。表 1-1 展示了全球主要国家金融市场的发展概况, 从国家层面横向比较来看, 截至 2014 年底, 中国的 GDP 总额为 10.36 万亿美元, 为全球第二大经济体, 与之对应的是, 金融市场总市值达到了 10.71 万亿美元, 仅次于美国和日本, 而在中国金融市场的各项构成中, 发展最快、体量最大的市场当属股票市场。

表 1-1 全球主要国家 GDP 与金融市场规模 (2014 年 12 月)

| 国家        | 美国    | 中国    | 日本    | 德国   | 英国   | 法国   |
|-----------|-------|-------|-------|------|------|------|
| 项目 (万亿美元) |       |       |       |      |      |      |
| GDP       | 17.42 | 10.36 | 4.60  | 3.86 | 2.91 | 2.83 |
| 股票市值      | 26.33 | 6.00  | 4.48  | 1.74 | 3.46 | 2.09 |
| 国债市值      | 15.45 | 1.69  | 8.21  | 2.00 | 2.63 | 2.08 |
| 公司债市值     | 20.33 | 3.02  | 2.84  | 1.78 | 3.49 | 2.29 |
| 金融市场总市值   | 62.11 | 10.71 | 15.53 | 5.52 | 9.58 | 6.46 |

自 1990 年 12 月上海证券交易所成立、1991 年 4 月深圳证券交易所成立至今，中国的股票市场经历了 26 年的发展历史，但与发达国家的成熟市场相比，中国股票市场依然非常年轻。尽管成立时间不长，中国股票市场的发展速度却非常突出，如图 1-1 所示，2014 年末，沪深两市以 37.25 万亿元人民币约合 6 万亿美元的市值总额超过了日本，跃身成为全球第二大股票市场，仅次于美国，而上市公司的数量从 1992 年的 53 家增长到了 2014 年底的 2 613 家，毫无疑问，从规模上看，中国股票市场已成为国际资本市场构成中的重要一极。

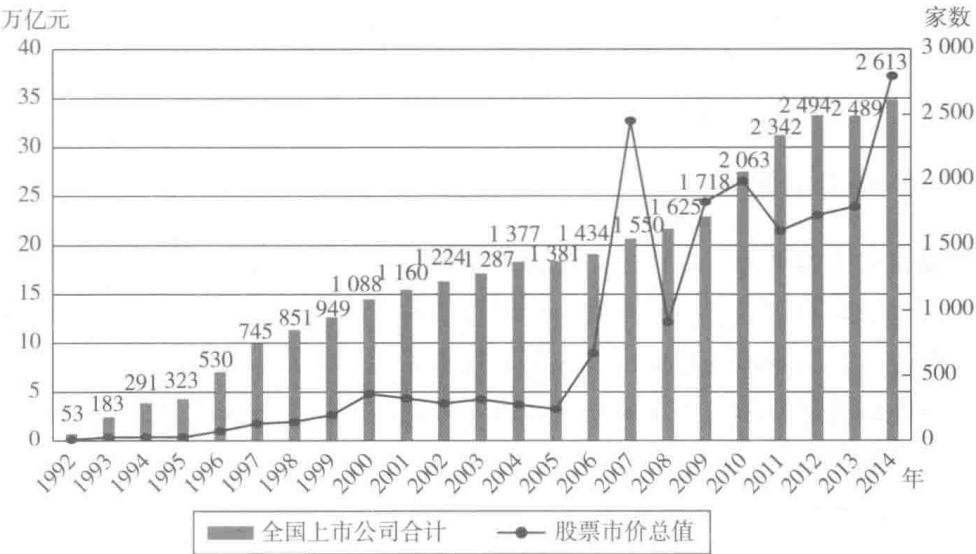


图 1-1 1992—2014 年中国股票市场上市公司总数、股票市值总额

中国资本市场的迅猛发展引起了国际学术研究领域与实务投资领域相关专家的高度关注。例如，Carpenter、Lu 和 Whitelaw (2015) 研究指出，经过了过去十年跨越式的改革与发展，中国股票市场有关公司预期盈利性水平的信息发现效力显著提升，股票价格的信息量变化趋势与公司投资效率相关性增强，

整体市场环境在日趋走向成熟。同时必须承认的是,在过去很长一段时间中,中国股票市场都被长期批评为市场欠发达、充斥着投机与炒作行为,股票价格与公司基本面情况(如经营与盈利水平)无明显关联,甚至曾经被诟病为“赌场”<sup>①</sup>。因此,在有关中国股票市场前后认知观点的矛盾性与争论中,探究公司盈利是否对于价值投资者是一个关键有效的基本面信号是十分必要的,同时,考虑到自身发展和制度等方面的特殊性,本文在中国市场环境中探究价值投资超额收益的来源,对比分析两大平行经典理论——风险理论与行为金融理论对于盈利策略的解释力度,同样具有很强的紧迫性和现实意义。

基于上述动机,这里提出了本研究选题——从公司层面出发,在中国股票市场的环境中研究盈利异象问题,探究处于新兴市场与经济转轨过程中的中国上市公司盈利性与预期股票投资收益间的关系,实证检验盈利溢价效应在中国市场中是否显著可测,并深入挖掘盈利策略实践背后的具体运行机制和主要影响因素,以求进一步丰富价值投资思想的内涵,为A股市场的机构投资者和广大个人投资者进行科学的价值投资实践提供坚实的理论和实证依据。

## 第二节 研究目的与意义

### 一、研究目的

随着金融改革的深入推进,中国资本市场相关制度与运行机制方不断得到完善,市场成熟化程度明显提升,同时伴随着中国经济的增长,中产阶级的比重不断提升,股票市场是中国最主要的投资渠道,监管层在近几年也多次提倡科学理性的投资行为,推动长期资金进入股市。在这样的时代背景下,本文的研究主要基于以下目的:

#### (一) 检验盈利溢价效应

股票市场异象的研究在近十年取得了丰富的研究成果,极大地推动了资产定价模型的发展,其中盈利异象是近几年国际学者研究的焦点问题,其重要性

---

<sup>①</sup> 2001年1月12日,经济学家吴敬琏在接受中央电视台《经济半小时》记者的专访时,提出了在当时引起巨大争议与激辩的“赌场论”,这也是对1997—2001年间中国股票市场上“琼民源事件”“银广夏陷阱”“蓝田神话”等庄股横行,题材股、概念股被大肆投机炒作,上市公司财务造假现象严重的时代特征的抨击。

随着盈利被正式确立为最新资产定价因子而可见一斑,但是相关研究的样本中对新兴经济体的关注并不多,尤其是在针对中国市场的盈利溢价研究方面还存在空白。因此,本文力求在中国股票市场的环境中实证研究盈利与股票横截面收益间的关系,检验盈利溢价效应的存在性,并具体测度溢价程度的大小。

## (二) 构建符合中国市场特征的价值选股体系

价值投资思想起源于西方成熟资产市场,迄今已经经历了半个多世纪的发展历程,在业界被成功地应用与推广,成为一种主流的投资风格。然而价值投资对于中国市场而言,很大程度上是一个“舶来理念”,中国股票市场在发展阶段、制度演进、市场环境等方面均有自身的特征,对于国外价值投资相关选股理论,尤其是该领域中的最新研究成果,不能盲目套用,应该充分考虑中国市场自身特征,选取合适的公司基本面特征代理变量,构建符合中国股票市场实际情况的价值选股体系。

## (三) 剖析盈利策略的超额收益来源

在市场异象超额收益的解释方面,国际主流研究领域中存在两大类对立观点,即分别来自风险理论与行为金融理论的解释,这也是过去二十年中资产定价研究领域争论的焦点问题。本文通过严谨的实证设计,分别对上述两大主流理论在中国市场的环境中进行检验,旨在通过对比研究来剖析盈利策略所斩获超额收益的来源,揭示其在中国市场投资实践中的背后作用机制与主要决定因素。

## (四) 倡导科学、理性的投资理念

在目前“大资管时代”的背景下,财富迅速积累的中国大型机构投资者和广大个人投资者具有持续增长的资产保值和增值需求,本文对价值投资策略的深入研究有助于迎合这一迫切需求,并为其在股票实务投资中提供科学的分析框架和工具指导,同时增强广大个人投资者对于价值投资理念的认知与接受程度,督促投资者重新回归于企业基本面本身,营造良好的投资环境。

# 二、研究意义

围绕股票市场异象能够获取超额收益这一研究领域,众多学者不断在资产定价的实证领域进行探索,关注不同公司基本面特征指标与横截面股票收益的关系,因此价值投资策略的内涵也在不断丰富,深入发掘价值投资策略的不同维度并进行梳理与总结,有助于为投资者提供最新的价值投资理论依据,更好地获取超额收益。

目前,日益走向规范化和成熟化的中国证券市场为价值投资策略提供了良

好的研究平台和广阔的应用前景。本文的研究紧紧围绕企业基本面的最核心信息——盈利性,实证研究构建盈利驱动的价值投资策略绩效情况,检验公司盈利对于股票预期收益的预测能力,结合目前股票市场的发展现状,本研究具有重要的意义。首先,在中国市场环境中,检验盈利溢价效应,及时将最新发现的资产定价因子——盈利因子应用于中国市场投资实践,弥补了国内学者在盈利异象领域的研究空白;其次,众所周知,中国股票市场中最主要的参与者为散户投资者,通常受制于投资分析水平的有限而容易发生追涨杀跌的非理性投资行为,缺乏严谨的投资研究,本文的研究有利于改善中小投资者跟风炒作、过度投机的理念,为其提供较为直观的分析手段与科学价值投资决策的理论指导,在长期阶段中有助于逐步提高证券市场的整体投资水平,减少市场中蕴含的非理性泡沫。此外,构建盈利投资策略会督促广大投资者更加关注企业的基本面和成长性,引导资金从经营暗淡、效益差的劣质公司流向盈利性好、成长性强的优质公司,从而在一定程度上优化我国股票市场的资源配置功能,更好地支持与服务实体经济。

### 第三节 主要研究内容

本文的主要研究内容是从公司基本面信息出发,利用多种代理变量诠释公司盈利,研究中国股票市场中的盈利溢价效应,并深入剖析基于盈利构建的价值投资策略获取超额收益的主要作用机制,为投资者评估公司质量,筛选优质公司构建价值投资策略,在长期获取稳健、优异的投资绩效提供了坚实的理论基础和科学的实践指导。本文的主要研究内容安排如下:

第一章为绪论。该部分主要为本文论题的提出缘起与动机,阐述了研究盈利溢价效应对于丰富中国股票市场中的投资策略、促进公司股票价格回归基本面、培养各类投资主体进行科学理性的投资行为方面的重要意义。同时,本章也概括性地介绍了本文研究的主要内容、研究方法和结构安排,并对研究中可能涉及的创新点作了简要的说明。

第二章为本研究的文献综述部分。该章首先对传统价值投资研究进行了梳理,具体界定了价值投资策略的概念,归纳了股票市场异象的研究兴起与价值投资策略的关系,并系统性地梳理了传统价值投资策略的理论演进过程;其次,深入研究了盈利溢价的相关理论,并着重强调了价值投资策略的最新内涵,剖析了盈利溢价的投资实践情况;最后,总结了现有国内学者的研究现

状,并分析了中国股票市场环境的变迁特征。

第三章是盈利溢价效应的理论基础。本章重点研究盈利溢价效应的理论基础,分别从基于投资的Q理论、股票估值模型以及错误定价理论的角度研究了公司盈利信息与股票预期投资收益的关系,通过理论模型的推演具体分析了可能解释盈利策略超额投资收益来源的作用机制。

第四章为实证研究方法,是本文实证研究过程的基础性章节,主要包括:数据的来源、样本筛选处理过程所遵循的原则;实证研究过程所涉及变量的选择和定义方法,重点分析了企业盈利性代理变量的特点和选取依据,并对所有变量的整体样本情况进行了统计分析;最后详细介绍了本文主要涉及的两种实证研究方法——投资组合分析法和回归分析法。

第五章实证研究了盈利策略在中国股票市场上的投资表现。在投资分析法中,基于企业盈利能力进行单因素选股排序,分组组合的投资收益与盈利性呈现单调递增趋势,由盈利水平排序最高组与最低组构建的多空对冲组合超额收益显著,这在各种盈利指标刻画中均表现一致,证明了盈利溢价现象的显著存在性;在回归分析法中,利用Fama-Macbeth回归建模,在同时考虑了一系列资产定价中的经典因子基础上,上市公司的盈利性对于预期投资收益的正向预测能力依然保持显著,即进一步为盈利性在股票横截面收益预测具备很强的预测能力提供了有力的支持证据,证明了盈利策略在中国股票市场实践的有效性。

第六章在第五章所发现的盈利效应的基础上,具体对盈利策略的稳健性程度进行了全面的实证检验。首先,测度了中国股票市场中的价值效应和规模效应,发现基于估值指标的传统型价值投资策略难以获得出色表现;其次,在双因素排序的投资组合分析中,研究了在分别控制规模因子、估值因子的情形下盈利策略的绩效变化情况,研究发现盈利溢价程度在大规模(市值水平高)、成长型(低账面市值比)的股票中表现更加突出;而在联合考虑企业规模、估值水平和盈利的三因素排序选股实证分析中,进一步肯定了上述研究发现。综合来看,本章通过全面的论证设计证明了盈利策略具有良好的稳健性,同时为价值投资者在中国市场实践提供了具体指导:构建组合时,重点筛选具有突出盈利能力、成长性良好的大盘股,可以斩获出色的投资业绩。

第七章则为本文的最后一章实证研究,基于前述两章的研究发现,重点关注盈利策略获取超额投资收益的成因,实证检验了错误定价理论和Q理论的适用性。前者主要关注有限套利与估值不确定性两种经典行为金融学理论的解释力度,后者则通过全面的代理变量衡量投资摩擦程度,检验Q理论对于盈

利溢价的作用机制。对比研究发现,在中国股票市场中,Q理论通过投资摩擦渠道可以很好地解释企业盈利对于预期投资收益的正向预测效应。

第八章是结论与启示。总结全文,归纳了本文的主要观点与研究结论,并基于研究发现对中国市场的投资者提供相应的理论指导和实践启示,同时为中国资本市场在市场制度与机制建设方面进一步的发展提出了相关的建议,最后对在本文基础上的未来研究方向与计划进行了展望。

## 第四节 研究方法、文章结构安排及创新点

### 一、研究方法

#### (一) 理论与实证研究相结合

本文整体上采用定性分析与定量分析相结合、理论分析与实证分析相结合的研究方法。本文从理论研究出发,在对于盈利溢价的相关理论、股票市场异象与价值投资的关系等内容进行了总结和梳理之后,做出理论归纳与演绎,明确了价值投资策略的发展脉络与前沿研究动态,并重点剖析了盈利策略的驱动因素和经济机制解释。

在深入阐释理论的基础上,结合中国市场实际情况,在实证研究环节着重分析了价值投资的最新内涵——基于盈利异象构建的投资策略在样本期中的投资绩效表现,并通过控制不同的经典定价因子,对其稳健性进行了全面深入的检验,最后实证检验Q理论与行为金融理论,通过比较分析找到策略背后驱动的经济机制,从而对于在中国市场中挖掘高品质优质公司、构建价值投资策略进行实践指导。

#### (二) 资产定价实证研究

本文的实证研究部分与国际前沿资产定价研究(如Fama和French, 2015; Hou、Xue和Zhang, 2015)所采用的方法保持一致,主要包括法玛—麦克白回归分析法(Fama和Macbeth Regression, 1973)和投资组合分析法(portfolio analysis)两大分析工具,具体应用集中在本文的第五、第六、第七章的实证研究过程中,包括对盈利策略的实证研究发现、盈利策略的稳健性研究,以及对于盈利策略的经济解释。该部分以全面合理的代理变量选择与精细完备的论证设计使本文的实证研究更加客观、准确。

### （三）比较研究的方法

本文在理论基础与实证研究的不少章节内容中均使用到了比较研究的方法，例如在研究价值投资策略的理论演进过程中，就比较分析了价值投资的传统维度与最新内涵之间在策略构成、理论支撑、代理变量选择等方面的差异，并通过国内外研究比较找到了我国目前学术界对于价值投资最新内涵尤其是基于盈利性的高品质投资的研究空白点。此外，在寻找盈利策略的驱动因素中，通过对 Q 理论与行为金融理论的详细对比研究，剖析超额收益的来源，发现了盈利策略在中国市场实践的影响机制和经济学解释。

### （四）多学科理论综合运用

作为交叉性研究问题，投资策略构建与股票市场异象这一论题本身就涉及金融学、会计学、统计学等多个学科。本文研究过程中重点了解了现代资产定价理论、金融经济理论的前沿文献研究成果，并综合运用了公司金融学、投资学、计量经济学、计算机数值计算等领域的相关理论与工具，以求多维度地进行分析论证，从而实现对该选题深入透彻的研究。

## 二、文章结构安排

本文的结构安排如图 1-2 所示，图中清楚地展示了本文的研究路径推进过程，其中两大方框中的部分为本文的主体实证研究内容，共安排有三章，即分别为第五章盈利策略的实证研究发现，第六章盈利策略的稳健性研究，第七章盈利策略的经济机制研究。

## 三、研究创新点及不足

### （一）本文的创新点

概括来看，本文的研究创新和学术贡献主要有以下四个方面：

第一，系统性地检验了盈利溢价效应。目前，最前沿资产定价模型——Fama - French 五因子模型和 Q 因素定价模型与经典模型相比均新纳入了盈利因子，极大地肯定了盈利性对股票收益的预测能力，然而在国内学者对于股票市场异象的现有研究中，多为直接套用经典股票定价模型（如 CAPM 模型、Fama - French 三因子定价模型）来尝试对超额投资收益进行解释，少数研究曾试图提出刻画中国市场的多因子定价模型，却鲜有研究专门关注盈利性这一最新被提出的资产定价因子；与之对应的是，在价值投资策略的实证研究方面，大部分国内学者关注的异象变量均与估值指标相关，属于传统价值投资范畴，而针对价值投资的最新内涵——基于盈利构建投资策略的研究可谓是寥寥