

SHANGHAIZHENGQUANBAOWENCONG

《上海证券报》文丛

中国 证券市场

实证分析

刘波 主编

学林出版社

上海股票市场价格行为实证研究
现代资产定价模型的实证检验
CAPM的理论基础与实证检验的历史发展
股票收益率与风险的估计
上海股市风险与收益关系的实证检验
影响股票收益的其他因素的分析
市场有效性实证分析
期权有效检验
半强式有效检验
证券市场投资组合投资的理论与实践
上海股市有效性分析及其模块划分
力差拟均值投资组合投资理论
指数模型及应用
资本资产定价模型及其在上海证券市场上的应用
组合投资中的特征线技巧
现阶段我国证券市场经济功能的统计测定研究
上市公司信息披露与财务状况综合评价和分析
政策、扩容、消息对上海股市的影响研究
证券市场的发展前景
国内外证券市场经济功能比较及与美国股市的比较
对我国证券市场发展的上点思考

中国证券市场实证分析

主 编 刘 波
副主编 周勤业 赵小平

中国证券市场实证分析

作 者 刘 波 主编
责任编辑 李 东 曹坚平
特约编辑 张志雄
封面设计 周剑峰
出 版 学林出版社
上海市钦州南路81号三楼
发 行 新华书店上海发行所
印 刷 常熟市第四印刷厂印刷
版 次 1997年1月第1版 1997年12月第3次印刷
规 格 850×1168 1/32
印 张 10
字 数 230000
印 数 5.101—11.100
国际书号 ISBN7-80616-319-0/F·28
定 价 18元

总 序

“《上海证券报》文丛”是中国证券经济报刊业的一种衍生产品。

说起衍生产品，总让人联想起创新和“反传统”；但这种定位对“信息高速公路”可能更合适。确实，90年代迅猛而来的信息电子化潮流，为传统大众传媒所始料不及。因为，当80年代人们预计未来社会将是信息独领风骚时，报业、出版界和影视界的编辑、记者、制作人欢喜莫名。可今天电脑网络以信息时代的合法载体出现在人们面前，咄咄逼人，大有舍我其谁之势。

因此，考虑“《上海证券报》文丛”乃至各种财经传媒的发展和定位时，首先要琢磨“信息高速公路”究竟在多少方面对我们这个社会空间给予了强烈的冲击。

第一，信息高速公路将在信息的密集化、即时性上大大占优，一旦普及至千家万户，它将获得垄断优势，过去的早报新闻将变成晚报花絮的说法并非夸张。第二，资料背景分析优势明显。国内外的一些人士认为，信息高速公路在信息和快捷性方面的优势并不能取代传统报刊的深度报道分析。其实，这仅仅将网

络内的资料理解为信息库了。大家都知道,各种背景分析的完成主要依靠资料的完备,这在过去,读者没有能力更没有时间去做。而目前的电脑网络就能将各类事件的发展过程和各种观点分门别类,读者只要按图索骥即可,且比过去丰富多采得多。第三,“版面”的图文并茂远胜于报刊杂志,其立体生动画面对今后习惯于漫画性思维的“新人类”极有吸引力。第四,但并非不重要,的是,电脑网络易于提取、剪切,大大方便了读者的参与感,自己动手比被动接受更有一种真实感。——这里指出的仅是“信息高速公路”可预见的部分。

电脑信息网络对传统传媒的冲击很像上个世纪末照片对绘画艺术的影响。在照相术未出现时,西方艺术一向以维妙维肖的写实自傲。但照片的精确复制技术使得前者相形见绌。于是,一时间绘画艺术将没落的声音不绝于耳。可是,现代艺术却由此诞生。因为现代艺术针对照相的形似,开始了一场“变形记”的革命。结果,虽然照片对20世纪作出了巨大的贡献,现代艺术也改变了人类的视觉经验。如电脑的三维绘画,就与超现实主义有着血缘关系。同样,其后的录像机也无法取代相机。录像是全景式的流动的真;照片是片断的凝固的美,它在时间上连接过去和未来,在空间上延续平近和高远。

关键是选择。

“《上海证券报》文丛”选择的是中和之美,中庸之道;以眼光致远,以虚怀包容。按书道的说法,中锋造势,偏锋取妍。所谓“中锋”,大而言之,也即探索中国证券市场正道,从资本市场而金融市场而国民经济,寻求它们之间的关联和互动;具体来说,就是注重当下中国市场经济制度的建立和改革,对可能的变化作出较为即时的研究,以论文集或专著的形式推出;同时,配合出版实务性的操作介绍——这就决定了它们不是照搬国外的经验,

而是结合当下中国情境和中期趋势的设计和可行性方案。所谓“偏锋”，亦即将看似玄奥的市场投资理念和理论演绎为投资人在具体境况下的直觉表现，使读者身临其境，作一回主人翁，过一把大投资家的瘾。为此，我们会邀请一些擅长“抽象的抒情”的财经专栏作家、海外经纪人和翻译家，编著一系列银行家、企业家的传记，一部分世界金融市场的“大案要案”，以及作者本人涉市的所作所为的故事。

另外，现代社会需要闲暇，高度投入的金融市场更应该让人有放松的机会。散文化的时代已经来临，唯独财经散文、随笔欠缺。我们相信，正如松散身体的家庭健身器，张弛脑力的财经散文也将放置在人们的睡榻旁。——自然，《上海证券报》文丛也会尽力填补这一供需缺口，为整日正襟危坐，修身、齐家、治国、平天下的工作者们解乏。

我们之所以提出《上海证券报》文丛是证券经济报业的衍生产品，除了希望它能在“信息高速公路”兵临城下前，寻找到介于“轻”（信息的及时性）和“重”（资料性）的落脚点；也企图在报业和图书出版业之间发现“中间偏左（报界）”的位置。因为，国内企业前几年兴盛过多样化集团发展策略，实践证明，大多是主业不振，副业的投资又无法促进主业的结构调整。其实，国外早就发现至少当企业的主业仍有潜力可挖时，业务多样化往往意味着经营状况的逆转。——业务扩大到自己没有经验和专业知识的行业。而事实上，报业和图书业的区别也比一般人的想象要来得大。

唯其如此，本套文丛将依托《上海证券报》衍生出发展来，尽可能地发挥报纸的敏感性、鲜活性和作者队伍的专业性、广泛性以及快速的节奏；配以图书读者的接受心理，把观察的火花燎原成反思的熔浆，把狼吞虎咽的快餐调制成细嚼品味的美食，把急

就章的泡沫凝固。

以上这些蜂拥而至、充满浪漫色彩的想法得到了学林出版社的热烈响应。对话与交流的结果,是使一个个想法潜人到我们的合作中,并以共同的热情和努力,使文丛能与广大的读者早早会面。

《上海证券报》文丛编委会

序 言

刘波

本世纪九十年代以来,随着中国证券市场的崛起和迅速扩大,证券市场在国民经济成长中产生的支持和辅助作用开始形成,并且构成了影响社会经济生活的重要因素。然而,由于我国证券市场尚处于整体成形的初期阶段,市场对现代金融投资理论的吸收、消化和运用亦存在着时滞、分散和粗浅的倾向,理论研究尤其是实证研究者甚少。基于此种状况,上海证券交易所发展研究中心组织部分学者对上海证券市场进行了分项实证研究,我希望这些研究成果能对市场的发展有所助益,能对市场的研究有新的启发。

呈现在读者面前的这三份研究报告是此次研究计划的主要成果。它们采用定量分析为主、定性分析为辅的研究方法,从市场效率、价格行为、统计指标体系等不同角度归纳并概括了上海证券市场的发展、运行特点与结构缺陷,并推理出了许多重要的结论。

有效率的市場是衡量市場成熟度的一項重要指標,也是各國證券市場研究的基本問題。在市場有效的前提下,股票的現實價格充分反映了上市公司的基本因素,從而能為資源的合理流動提供準確的價格信號導向,以實現市場的配置效率。楊朝軍等人運用Fama等提出的有效率的市場理論,檢驗了上海股市的非有效性

特征,并指出:自1993年以来,上海股市已逐渐趋近于弱有效市场。赵小平等人运用过滤原则、相对强度等方法亦得出了相类似的结论。

证券市场的价格行为一直是现代金融研究中的热点问题。杨朝军、赵小平等人注意到了此问题的重要性,并从不同角度对上海股市的价格行为进行了分析。杨朝军等在对资本资产定价模式(CAPM)进行计量分析后认为,上海股市的定价行为并不完全符合CAPM揭示的风险—收益对称关系,事实上除了系统性风险外,尚有其他许多因素决定着股票的投资收益。而赵小平的研究则运用了组合优化、单指数模型、特征线等多种方法,将现代资产组合投资理论运用于中国证券市场方面进行了有价值的探索。

构筑完善的统计指标体系是证券市场研究的又一重要方面。徐国祥等人在《现阶段我国证券市场经济功能的统计测定研究》一文中,尝试建立了适合于我国证券市场实际情况的统计指标体系,并以现代经济计量方法为工具,对各主要统计指标间的相关性、及我国证券市场与国外证券市场的差距进行了分析。以此为基础,徐国祥等从市场发展的角度出发,提出了若干富有建设性的政策建议。

从某种程度上来说,上述这些研究报告在理论和实践上都具有非常重要的现实意义。作为在经济体制转轨时期中成长起来的新兴证券市场,中国证券市场的监管体系、投资者结构、市场规模及运作机制等许多方面都具有不同于西方成熟市场的一些特点,而现代证券投资理论却是以西方成熟证券市场为运用前提的。因此,如何学习、借鉴现代投资理论,并对其理论框架、模型构造及参数设定进行必要修定,使之适合中国证券市场的实际情况,将是一项长远而艰巨的任务。本书中的研究在这方面进行了一些有益的探索和尝试。另一方面,从实践角度来看,深刻了解证券市场的运行机制与价格行为特点,将影响到政府监管部门的政策取向及市

场参与者的投资策略,而这正是理论研究的真正价值所在。

最后,需要指出的是,由于我国证券市场发展的时间不长,因而本书中的研究结论将受到样本数据量相对有限的制约。随着中国证券市场趋于成熟并提供充分的时间系列数据,有必要对其进行更深入的研究。衷心希望本书的出版能对以后的研究起到一定的导向与推动作用。

1997年1月9日

目 录

0. 总序

序言

1. 上海股票市场价格行为实证研究

杨朝军 刑 靖 刁喜逢 薛 钧

董国群 仲健心 胡道红等

2. 证券市场优化组合投资的理论与实践

赵小平 鲁习文 曹宇烨等

3. 现阶段我国证券市场经济功能的统计测定研究

茆诗松 徐国祥 薛 钧等

上海股票市场 价格行为实证研究

杨朝军	邢 靖
刁喜逢	薛 钧
董国群	仲健心
胡道红	

引 言

一、研究的目的与意义

现代金融证券投资理论研究集中在两个领域,即:资本资产定价理论与有效市场理论。股票定价模型的发展经历了两个阶段,第一阶段以现金贴现模型为代表。第二阶段是 20 世纪 60 年代初发展起来的资本资产定价模型(CAPM),其原理是现代资产组合理论,该模型已成为西方风险资产定价模型的主流。西方学术界对这两个模型不仅在理论上做了细致的探讨,而且进行了大量的实证检验。有效市场理论的研究则专于股票市场价格对信息反应的速度与分布。

上海证券市场是近五年才发展起来的新兴市场,该市场中的股票是否按照资本资产理论和贴现理论进行定价,股票价格对信息的反应速度如何,等等,无论在理论上还是在实证上至今仍是空白。本课题即在这方面作些探索性的研究,并将首次运用西方的现代资本资产定价模型及有效市场理论于中国股市的实证研究,试图对上海股市中存在的一些区别于西方成熟股市的特点作分析,

并提出自己的观点。研究目的如下:

1. 确定股票的风险和收益及关系。
2. 分析影响股票风险的因素并确定各因素对股票收益的影响。
3. 分析影响股票 P/E 的各因素并确定股票 P/E 的回归模型。
4. 弱式与半强式有效市场检验。
5. 周末效应、交易与非交易时间效应、发行市场效率检验。

本研究针对上海证券交易所自 1990 年 12 月成立始至 1995 年 12 月五年间的股票交易数据,对上海股市分别进行现代资本资产定价模型、P/E 模型、弱式、半强式有效性和专题检验。通过对上海股市的实证分析,验证市场中定价行为理性化和有效化的趋势。规模的扩大、法规的完善和信息正确快速的传播,是我国股市发展的趋势,也是市场有效的基础,这对于我国股市的进一步成熟和在国民经济中更好地发挥其功能具有重大意义。此外,本文收集了股票交易和发行市场中有关详细数据,建立起详尽、可靠的上海股市数据库,这将为以后对上海股市作进一步研究分析提供至关重要的前提保障。

一个证券市场在资源配置和提高经济效率上的效能,和其对信息反馈的有效程度直接相关。在一个不能及时反映信息的市场中,其定价行为必然不合理,从而不利于市场资源的优化重组与社会资本高效合理的流动。本研究试图通过对上海证券交易所成立五年来的各种数据进行系统的分析,确定上海证券市场的定价模型并判断市场反映各种信息的有效程度。本研究除了数据权威性外,还具有全面性(包括所有上市公司从发行原始股票至今的各种相关数据)、系统性(对市场及其前提分层次作多角度实证分析)和客观性(所有分析均建立在实证检验基础上)的特点。文中检验结果可供国内制定证券市场发展规划和相应法规措施时参考,也可用于帮助国际投资者从他们所关心的角度来了解上海证券市场,

以促进上海证券市场国际化。

二、数据的来源

对股票定价模型要进行实证分析,必须建立在精确的数据与正确的统计分析方法的基础之上。本文的数据取自以下几个渠道:

1. 上海证券交易所提供的每日股票成交数据库。包括所有股票的开盘价、收盘价、最高价、最低价、成交股数、成交金额、成交笔数等数据。

2. 上海证券交易所提供的每日上证指数,A 股指数、B 股指数,各分类指数数据库。

3. 上海证券交易所 1990 年至 1994 年的统计年报。

4. 上海证券交易所 1994 年 1 月至 1995 年 11 月的统计月报。

5. 上海社会科学院编《上海证券统计年鉴》1992、1993、1994 年版。

6. 上海证券交易所上市公司的上市公告书,招股说明书,中期及年终财务报告书。

7. 《上海证券报》第 1 期至第 788 期。

8. 上海新世纪投资服务公司编《上市公司综合分析》93—94, 94—95。

9. 各省市自治区的地方日报。

10. 《中国证券报》(1993 年—1995 年)。

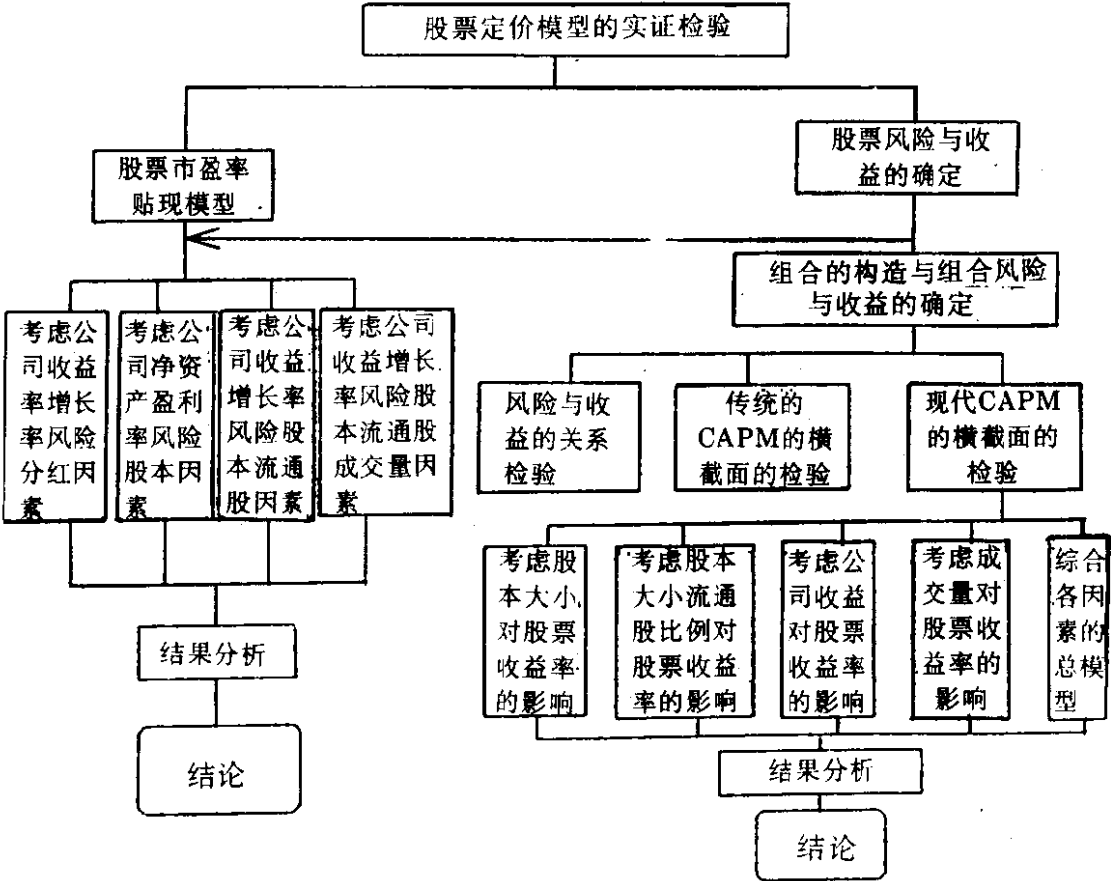
11. 各上市公司证券部或董事会办公室。

需特别指出的是,我们所进行的数据分析和检验,只是本研究工作中的一部分,占用时间更多,难度也更大的是多方合作下进行的数据收集和整理工作。为了能对上海证券市场进行系统性的科学分析,我们从 1994 年 4 月起即与 UBC 商学院金融系合作,着手

建立一个完备的上海证券市场信息数据库。在两年来的工作中,我们得到上海证券交易所、上海新世纪投资咨询公司、上海万国证券公司及各上市公司等等的协作和支持,同时,我们也耗费了大量精力于资料的搜集与查证上。为了资料的充分性,我们仅仅为欠缺的一部分资料奔忙于各高校图书馆,翻阅所有《上海证券报》、《中国证券报》以及各省市自治区的地方性日报,向多家证券公司查询,先后两次发信给每一家资料不齐备的上市公司,并多次挂长途电话直接询问,前后历时近两年。在资料收集过程中,往往会出现预料不到的困难,使得时间一再拖延,幸得各方大力支持和真诚协作,这些困难才能被克服并使本文最终得以完成。

三、研究技术路线

本研究分为两大模块,第一模块技术路线如下:



第二模块技术路线如下：

