

T 高等院校研究生用书
EXTBOOKS FOR
GRADUATES

证券投资实证研究

重点文献导读

(第二版)

陆正飞 姜国华 张 然 主编

014004061

T 高等院校研究生用书
EXTBOOKS FOR
GRADUATES

F830.9
605-2



证券投资实证研究

重点文献导读

(第二版)

陆正飞 姜国华 张 然 主编



北航

G1691178

中国人民大学出版社

• 北京 •

F830.9
605-2

图书在版编目 (CIP) 数据

证券投资实证研究: 重点文献导读/陆正飞, 姜国华, 张然主编. —2 版. —北京: 中国人民大学出版社, 2013. 9

高等院校研究生用书

ISBN 978-7-300-18014-4

I. ①证… II. ①陆…②姜…③张… III. ①财务会计-研究生-教材②证券投资-研究生-教材 IV. ①F234. 4②F830. 9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 216678 号

高等院校研究生用书

证券投资实证研究: 重点文献导读 (第二版)

陆正飞 姜国华 张 然 主编

Zhengquan Touzi Shizheng Yanjiu: Zhongdian Wenxian Daodu

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室)

010-62511398 (质管部)

010-82501766 (邮购部)

010-62514148 (门市部)

010-62515195 (发行公司)

010-62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com> (人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 北京昌联印刷有限公司

版 次 2008 年 1 月第 1 版

规 格 170 mm×228 mm 16 开本

2013 年 10 月第 2 版

印 张 13.75 插页 1

印 次 2013 年 10 月第 1 次印刷

字 数 206 000

定 价 32.00 元

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换



前 言

本书的目的

资本市场研究可以说是国际会计学界和金融学界最主流的研究方向之一,尤其是其中的证券投资、资产定价研究多年来一直是热点研究领域。在这个领域中,会计学界、金融学界结合经济学界、心理学界的研究成果,在投资价值评估、资产定价、风险衡量(以下简称证券投资研究)等方面取得了卓越的成果。

本书的三位编者近10年来在北京大学光华管理学院给博士/硕士研究生开设“财务会计研究专题”课程。该课程最主要的内容即是财务会计信息与证券投资研究。在课堂上,通过讲解和讨论本领域的重点文献,引导学生开展相关的研究。在这个过程中,我们感到由于以下几个原因,亟需一本适合该课程的教材。

第一,证券投资研究的学术文章数量巨大,是主流会计学、金融学杂志关注最多的研究领域之一。面对如此多的文章,刚刚进入硕士项目或博士项目的学生很难从中挑选出一组既有代表性,又能基本覆盖证券投资主要研究选题的文章来。第二,由于语言的障碍,一篇英文学术文章往往需要学生花费大量的时间,反复阅读,才能对文章的内容有比较准确的把握,从而增加了学习的难度,降低了学习的效率。第三,任何一篇学术文章都是承前启



后，在整个研究体系的某个部位上做出贡献。但是，缺乏对整个研究体系的宏观了解，学生往往不能准确评价一篇文章的贡献，不能从中发掘新的研究机会。如果以上三个问题处理不好，我们开设的博士/硕士研究生课程效果就会不尽理想。

本书的目的即是为解决以上三个问题做出努力。具体来说，本书首先精选了证券投资领域 30 篇重点文章，为每一篇文章撰写了导读。这 30 篇文章代表了近几十年来证券投资研究发展的各个不同阶段中具有影响力的典型文章，前后连贯，基本上可以呈现出证券投资研究的历史脉络。第二，对于每一篇文章，本书提供了一个比较具体的导读，从文章研究的主要问题，到研究的基本方法，再到该文章在整个研究体系中的地位给予了介绍和论述。第三，本书第 1 章综述部分对证券投资研究的整体框架做了概括性的介绍，并在以后每章的开篇部分对该章做了更加具体的介绍。

对于一个选修博士/硕士项目证券投资研究课程的学生，或者对证券投资研究有兴趣的读者，本书的以上努力可以帮助他们对证券投资研究的历史发展脉络有一个宏观的认识，这种宏观认识对理解每一篇文章有着重要的作用，它可以帮助读者判断一篇文章的价值和贡献，发掘未来研究的方向。在阅读任何一篇文章前阅读本书提供的导读，可以帮助读者在短时间内掌握该文章的核心内容、研究方法、学术贡献以及对未来研究的启示，从而减轻读者在阅读英文文章时的难度，提高学习效率。

本书的框架

本书精选的 30 篇文章按照近几十年来证券投资研究的发展历史分成六个部分（第 2 章至第 7 章）。第 2 章介绍的是关于有效资本市场假说的文章。有效资本市场假说（efficient market hypothesis）较早的理论基础可以追溯到 Hayek（1945），概念的成型则以 Fama（1970）为代表。有效资本市场假说认为，证券市场是充分有效的，风险是决定投资回报的唯一因素，市场上不存在系统性的错误定价，投资者也不能够利用任何信息（会计信息、价格信息或其他信息）取得超额回报。在充分有效的市场上，证券投资的最优选



择是持有市场指数基金。

近几十年来,有效资本市场假说是统治会计学、金融学研究的基本思想,也有相当多的文献验证了该假说的准确性或近似准确性。但是,进入 20 世纪 80 年代以后,一些学者发现了若干系统的、不符合有效资本市场假说预测的实证证据。本书第 3 章介绍了这些实证证据。有效资本市场假说一个最根本的预测是股票的预期回报是由其风险水平决定的,投资者不能通过其他变量构建投资策略,系统地取得超过风险回报(或正常回报)的超常回报(abnormal returns)。然而,Banz(1981)发现在控制了风险回报以后,上市公司的市场规模可以预测未来投资回报,规模小的公司未来回报高,而规模大的公司未来回报低。这样的结果违反了有效资本市场假说的预测。因为有效资本市场假说的统治地位,所以学术界把违反其预测的现象称为“异象”。因此 Banz(1981)的结果被称为市场规模异象。第 3 章回顾了若干比较重要的异象:市场规模异象、市值/账面价值比异象、反转策略异象、惯性策略异象、盈余漂移异象、应计盈余异象及稳健会计方法异象等。

这些异象的发现直接挑战了有效资本市场假说的基础,因为如果该假说成立,市场上就不会出现系统的错误定价和异象。一旦出现错误定价,投资者就会马上通过反向操作的套利行为利用错误定价来取得超额回报,并在这个过程中迅速纠正错误定价,使市场马上恢复有效性。但是,以上异象的存在时间都很长,从几个月到几年,这表明错误定价是可以持续存在的,投资者可以通过财务报表分析或证券分析来发现市场上的错误定价,并通过套利策略来取得超额回报。

发现了异象,即发现了市场上不符合有效资本市场假说的现象固然重要,更重要的是理解为什么会出现异象,即理解市场为什么、在什么情况下,会出现错误定价。只有如此,我们才可以帮助投资者取得更好的投资回报,从而提高市场的效率。学术研究的目标不是为了反对有效资本市场假说,而是为了促进市场和经济的发展,而充分有效率的资本市场是经济发展最好的助推器。也就是说,有效资本市场是我们的理想状态。但是,我们不能在资本市场还不处于这个理想状态的情况下认为我们已经达到了这个理想状态,而是要研究怎样从现实走向理想的有效资本市场。



异象研究的后续研究主要包含两个部分：一个部分是一旦市场上出现了异象，即错误定价，为什么市场没有像有效资本市场假说预测的那样迅速地纠正错误定价；另一个部分是研究异象为什么会产生。

第一部分又可以分成两个部分，在第4章，回顾了从套利成本角度解释异象为什么会长期存在的文章。有效资本市场假说认为纠正错误定价（套利，arbitrage）是既不需要成本，又没有风险的。但是，第4章中的文章研究表明套利行为是有成本的，比如交易成本、信息成本等。因为有套利成本的存在，所以当套利的收入（回报）低于套利成本的时候，投资者即使发现了错误定价也不会去套利，不会去纠正错误定价，因此，错误定价会持续存在下去，从数据中我们也因此可以观察到异象。

套利不仅有成本，而且有风险。第5章回顾了有关套利风险的文献。套利风险是指投资者在纠正错误定价时要承担额外的风险，而不是如有效资本市场假说所认为的不需要承担风险。例如，在套利过程中，套利者认为价格被高估并因此卖空股票，但该股票的价格可能不跌反升，因此给套利者带来损失。既然要承担额外风险，套利者在套利过程中必然要求相应水平的超额回报。当实际超额回报不能弥补额外风险的时候，套利者就不会参与纠正错误定价的行为，因此，错误定价会持续存在下去，从数据中我们也因此可以观察到异象。

以上两章内容回答的问题是，当错误定价出现以后，为什么没有如有效资本市场假说预测的那样立即消失。异象研究的第二部分后续内容倒退一步，回答为什么市场上会出现错误定价。这部分内容是行为金融学的核心内容，本书第6章介绍了部分重要的文献。行为金融学研究广泛借鉴了心理学研究的成果，从理解投资者心理出发，解释和预测在什么情况下投资者容易错误地为证券定价。投资者错误定价的基本原因有两个。一个是心理偏见（behavioral bias）导致投资者在处理新信息的过程中发生系统性偏差，从而导致错误定价；二是即使投资者处理信息正确，但是在做决策时发生错误或偏差。因为这些错误或偏差，才导致市场上出现错误定价，从而违背了有效资本市场假说。

在第7章中，介绍了两篇对证券研究比较重要的关于统计方法的文献。



为了帮助读者更好地把握本书中文献的脉络,我们撰写了第1章,对第2章到第6章的内容给予了综述。为了帮助读者了解证券投资研究的最新进展,我们撰写了第8章,介绍本领域研究的最新进展。

本书的读者对象

如前所述,本书的读者对象首先是学习财务会计理论、资本市场或证券投资的博士/硕士研究生。对教授这类课程的教师来说,本书可以作为课程的主要参考。在北京大学光华管理学院,我们教授博士/硕士研究生研究课程的模式是学术文章精读。每次上课前,两到三名学生要各精读一篇学术文章,然后在课堂上通过 presentation 的形式讲解这些文章,然后老师和同学一起讨论,确定文章的贡献,批评文章的缺陷,发掘潜在的新的研究方向和题目。在这样的过程中,学生能够比较深刻地理解文章,长期积累,学生的研究素养能够较快地得到提高。

其次,有兴趣从事证券投资研究的读者可以把本书作为参考,在熟悉历史文献的基础上发展自己的研究想法和题目。20世纪60年代以来,有效资本市场假说在相当长的时期内统治着会计学、金融学的研究,在极端情况下甚至被当作了教条。但是,随着异象研究的出现,学者们开始从有效资本市场假说以外探索市场定价机制,行为金融学应运而生,并逐渐有了和有效资本市场学派分庭抗礼的实力。迄今为止,证券投资研究的最前沿还是集中在这两条路线的竞争上。正因为如此,证券投资研究仍然是当今国际会计与金融学术界一个火热的、令人激动的研究领域,新的成果不断涌现。

我国在证券投资研究上的起步较晚,据我们观察,在会计学术界尚未引起足够的重视,在金融学术界情况好一些,但是同样需要更大的发展。本书为有兴趣从事这个方向研究的读者提供一个综述,希望能够激发对这个领域更多的研究热情和投入。

最后,本书同样对证券投资界人士有一定的帮助。由于我国证券市场的历史比较短,市场规模和投资基金规模比较小,所以迄今为止更多的投资决策是基于个股的基本面分析做出的。但是,随着市场规模的迅速扩张和基金



规模的不断增大，个股分析渐渐不能够满足投资决策的需要。大样本、数量化的会计与证券投资研究将不可避免成为机构投资者的研究工具。这样，本书的内容将对学习和应用这些现代投资分析方法有很好的帮助。

正如截至 2006 年掌控着 2 万亿美元资产的 Barclays Global Investors (BGI) 的全球研究主管 Charles Lee 指出的那样，证券投资正在从一种艺术行为演变成一种科学行为。作为科学行为，证券投资决策将更多地依靠科学的分析方法，而不是主观的价值判断。本书的内容涵盖了证券投资研究的科学方法发展的历史和最前沿成果，可以为证券投资界人士提供一个了解国际证券投资研究历史脉络和最新发展的良好开端。

其 他

在本书中，每一篇被回顾的文章都给出了该文章详细的英文作者和题目信息，读者可以通过图书馆、网络等多种渠道取得这些文章的原文。

本书中包括的文章回顾是在本书编者指导下，以选修过我们课程的博士生和硕士生完成的。在此基础上，我们撰写了第 1 章、第 8 章及其他各章的引言部分。在此，我们感谢参加写作文章回顾的同学：牛建军、魏涛、薄仙慧、张继东、崔伟、祝继高、饶品贵、樊铮、申慧慧、傅冠男、孙馨蕊、王锦坤、苏艳阳、杨华、赵琦、刘琼、童创、朱炜、叶昕、陈玥、石孟卿。我们同时感谢近年来所有选修了北京大学光华管理学院“财务会计研究专题”的同学。他们的学习热情和意见建议促使我们编辑了本书。

我们感谢北京大学光华管理学院“财务分析与投资理财研究中心”对本书写作的支持。

陆正飞 姜国华 张 然



• 目 录 •

第 1 章 有效资本市场理论、行为金融学与证券投资研究综述	1
1.1 前言	1
1.2 有效资本市场假说	3
1.3 投资异象的出现及其对有效资本市场理论的挑战	8
1.4 套利成本与市场有效性	12
1.5 套利风险与市场有效性	15
1.6 行为金融学：错误定价为什么会发生？	18
1.7 结论	22
第 2 章 有效资本市场假说	25
2.1 本章概述	25
2.2 知识在社会中的利用	27
Hayek, F. A. . 1945. The use of knowledge in society.	
<i>American Economic Review</i> 35: 519-530	
2.3 有效资本市场：Ⅱ	31
Fama, Eugene. 1991. Efficient capital markets: Ⅱ.	



	<i>Journal of Finance</i> 46: 1575-1617	
2.4	期望股票回报的横截面分析	37
	Fama, E., French, K.. 1992. The cross-section of expected stock returns. <i>Journal of Finance</i> 47: 427-466	
2.5	股票和债券回报中的共同风险因素	43
	Fama, E., French, K.. 1993. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. <i>Journal of Financial</i> <i>Economics</i> 33: 3-56	
附录	中国证券市场 Fama-French 三因素计算过程说明	48
第3章	投资异象的出现及其对有效资本市场假说的挑战	51
3.1	本章概述	51
3.2	普通股的股票回报和市场价值之间的关系	52
	Banz, Rolf. 1981. The relationship between return and market value of common stocks. <i>Journal of Financial</i> <i>Economics</i> 9: 3-18	
3.3	盈余收益、市场价值与回报之间的关系：基于纽 约股票市场的进一步论证	57
	Basu, S.. 1983. The relationship between earnings yield, market value and return for NYSE common stocks: further evidence. <i>Journal of Financial</i> <i>Economics</i> 12: 129-156	
3.4	市场真的过度反应了吗?	63
	DeBondt, W., and R. Thaler. 1985. Does the stock market overreact? <i>Journal of Finance</i> 40: 793-805	
3.5	“买进赢者，卖出输者”的回报：对市场有效性的挑战	70
	Jegadeesh, N. and S. Titman. 1993. Returns to buying winners and selling losers: implications for	

stock market efficiency. <i>Journal of Finance</i> 48: 65-91	
3.6 盈余公告后的价格漂移: 反应滞后还是风险溢价?	75
Bernard, Victor L., and Jacob K. Thomas, 1990. Post-earnings-announcement drift: delayed price response or risk premium? <i>Journal of Accounting and Economics</i> 13: 305-341	
3.7 股票价格是否完全反映了应计项目和现金流中关于未来盈余的信息?	81
Sloan, Richard. G.. 1996. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? <i>The Accounting Review</i> 71: 289-315	
3.8 会计稳健性、盈余质量和股票回报	87
Penman, S. and X. Zhang. 2002. Accounting conservatism, the quality of earnings, and stock returns. <i>The Accounting Review</i> 77: 237-264	
3.9 资产规模增长与股票横截面回报	92
Cooper M. J., H. Gulen, and M. Schill. 2008. Asset growth and the cross-section of stock returns. <i>The Journal of Finance</i> 63: 1609-1651	
3.10 中国上市公司股票横截面回报预测性研究	97
Cakici, N., K. Chan, and K. Topyan. 2011. Cross-sectional stock return predictability in China. 香港科技大学工作论文	
第4章 套利成本与市场有效性	104
4.1 本章概述	104
4.2 估计交易成本的一种新方法	106
Lesmond, D., Ogden, J., Trzcinka, C.. 1999. A new	



estimate of transaction costs. <i>Review of Financial Studies</i> 12: 1113-1141	
4.3 套利成本：来自封闭式基金的证据	111
Pontiff, J.. 1996. Costly arbitrage: evidence from closed end funds. <i>Quarterly Journal of Economics</i> 111: 1135-1152	
4.4 股票借贷市场	116
D'Avolio, G.. 2002. The market for borrowing stocks. <i>Journal of Financial Economics</i> 66: 271-306	
4.5 卖空限制与股票回报	120
Jones, Charles, and Owen Lamont. 2002. Short sale constraints and stock returns. <i>Journal of Financial Economics</i> 66: 207-239	
4.6 观念差异和横截面股票回报	124
Diether, K., C. Malloy and A. Scherbina. 2002. Differences of opinion and the cross - section of stock returns. <i>Journal of Finance</i> 57: 2113-2141.	
第5章 套利风险与市场有效性	129
5.1 本章概述	129
5.2 投资者情绪与封闭式基金折价之谜	131
Lee, C. M. C., A. Shleifer, and R. Thaler. 1991. Investor sentiment and the closed-end fund puzzle. <i>Journal of Finance</i> 56: 75-109	
5.3 套利是否使得股票的需求曲线趋于水平呢？	137
Wurgler, Jeffrey, and Katia Zhuravskaya. 2002. Does arbitrage flatten demand curves for stocks? <i>The Journal of Business</i> 75: 583-608	
5.4 套利风险与 B/M 异象	143

871	Ali, Ashiq, Lee-Seok Hwang, and Mark Trombley.	
10123vul	2003. Arbitrage risk and the book-to-market anomaly.	
280U	<i>Journal of Financial Economics</i> 69: 355-373	
5.5	套利风险与盈余报告后的漂移	148
5	Mendenhall, R.. 2004. Arbitrage risk and post-earnings	
871	announcement drift. <i>Journal of Business</i> 77: 875-894	
nomia	5.6 为什么套利不能阻止应计异象的存在? 特质风险	
810	和套利成本的作用	152
091-777	Mashruwala, Christina, Shivaram Rajgopal, and Terry	
881	Shevlin. 2006. Why is the accrual anomaly not arbitrated	
881	away? The role of idiosyncratic risk and transaction	
	costs. <i>Journal of Accounting and Economics</i> 42: 3-33	
	第6章 行为金融学: 错误定价为什么会发生?	157
	6.1 本章概述	157
	6.2 市场有效与会计研究: 对于 S. P. Kothari “会计领	
	域资本市场研究”的讨论	159
	Lee, Charles M. C.. 2001. Market efficiency and	
891	accounting research: a discussion of “capital market	
1	research in accounting” by S. P. Kothari. <i>Journal of</i>	
	<i>Accounting and Economics</i> 31: 233-253	
	6.3 反转投资策略、推断和风险	164
801	Lakonishok, J., A. Shleifer, and R. W. Vishny. 1994.	
008	Contrarian investment, extrapolation, and risk.	
	<i>Journal of Finance</i> 49: 1541-1578	
108	6.4 信息不确定性与股票的预期回报	168
808	Jiang, Guohua, Charles M. C. Lee, and Grace Zhang. 2005.	
808	Information uncertainty and expected returns. <i>Review</i>	
808	<i>of Accounting Studies</i> , V10, No. 2/3, 185-221	



6.5	投资者情绪与股票的横截面回报	173
	Baker, Malcolm, and Jeffrey Wurgler. 2005. Investor sentiment and the cross-section of stock returns. <i>Journal of Finance</i> LXI: 1645-1678	
6.6	过早卖出盈利股而过久持有亏损股的倾向：理论和证据	178
	Shefrin, Hersh, and Meir Statman. 1985. The disposition to sell winners too early and ride losers too long: theory and evidence. <i>Journal of Finance</i> 40: 777-790	
第7章	投资策略设计中的统计问题：如何正确衡量股票的回报	186
7.1	本章概述	186
7.2	发现股票长期超额回报：检验统计量功效与设定的经验证据	186
	Barber, Brad, and John Lyon. 1997. Detecting long-run abnormal stock returns: the empirical power and specification of test statistics. <i>Journal of Financial Economics</i> 43: 341-372	
7.3	检验股票长期超额回报的优化方法	192
	Barber, Brad, John Lyon, and C. Tsai. 1999. Improved methods for tests of long-run abnormal stock returns. <i>Journal of Finance</i> 54: 165-201	
第8章	证券投资研究未来展望	198
8.1	投资策略研究的成果	200
8.2	投资策略研究对金融投资界的指导作用	201
8.3	投资策略研究面临的问题	203
8.4	投资策略研究的新动力	203
8.5	中国资本市场投资研究	205



第 1 章

有效资本市场理论、行为金融学 与证券投资研究综述^①

1.1 前 言

20 世纪 80 年代,我国经济改革刚刚开始,毗邻港澳的广东改革步伐比较快,商业活动比较发达;相对来说,北方城市则开放步伐比较慢,商业活动欠活跃。

这时候,墨镜对很多人来说还是一件稀罕的用品,比较好的墨镜甚至需要进口。举例来说,一副好的墨镜,在广州价格是 10 元;那么同样的墨镜,在北京该卖多少元呢?两个城市墨镜价格之间会是什么样的关系呢?这个关系是一成不变的,还是不断变动的呢?

证券市场的创立和发展无疑是 1990 年以来我国经济活动中的历史性事件之一,而证券投资已经越来越成为我国人民经济生活中的一个重要组成部分。而国际证券市场在经历了 100 多年的发展以后,已经成为一个复杂、动态的系统工程,投资活动已经从一项艺术行为(以个人判断为基础)转变

^① 本章内容主要来源于 Lee (2001), Lee (2003), Barberis and Thaler (2002)。希望进一步深入了解本书构架的读者可以仔细参阅这些文章。



为一项科学行为（以复杂的科学方法为基础）。^① 证券市场对个人财富增长、对经济健康发展起着至关重要的作用。

之所以说证券投资已经是一项科学行为，是因为在规模庞大、流动性强的市场上，投资活动必须依靠坚实的理论基础，运用复杂的数理工具，才能在竞争中取胜，为投资者创造超额投资回报。事实上，证券投资研究和证券投资实践往往结合得十分紧密。曾经风光一时的国际对冲基金——长期资本对冲基金管理公司（Long Term Capital Management）拥有众多金融学术界的顶尖人才，包括两位诺贝尔经济学奖获得者，以至该公司一度被认为是世界上最强的“金融学系”。

在证券投资问题上，学术界和投资行业首先需要关注的问题，也是证券投资中最基础的问题之一，是证券市场是否有效的问题。Fama（1970）把市场有效性问题定义为股票价格是否及时、充分、完整地对投资者整体已经掌握的信息做出反应。所谓有效反应是指一条信息如果影响股票的价格，那么股票价格应该在市场（投资者）得到这条信息时马上发生变化，而且变化的幅度正好合适。投资者既不会过度反应，也不会反应不足。因此，在新的信息到来之前，股票价格是对的（等于股票的内在价值）；而新的信息到来之后，股票价格迅速进行了相应的调整，调整后也是对的（等于股票新的内在价值）；而且这个调整过程是瞬间发生的，投资者不可能在信息披露之后利用这条信息交易，取得超额投资回报。

对于任何从事证券投资的研究与实践的人来说，证券市场有效性问题都是一个“分水岭”的问题。如果我们认为市场是充分有效的，那么最好的投资策略就是投资于市场指数基金。这样，我们承担不可分散的市场风险，并取得相应的风险回报。任何企图通过其他方法来取得超过风险回报以外的超额回报的做法都是多余的；因为市场有效，所以所有证券的定价都永远是对的，不存在错误定价，也就不存在赚取超额回报的机会。

但是，如果我们不认为市场是充分有效的，也就是承认了市场上可能存

^① Charles Lee，原 Barclays Global Investors（BGI）全球研究主管，现斯坦福大学教授，2007 年在北京大学的演讲。