

价值投资与公司治理指导投资运用于投资组合理论的实证对比

齐岳¹，熊莎²，王文超³

(1. 天津南开大学 公司治理研究中心，天津 300071; 2. 天津南开大学 商学院财务管理系，天津 300071;

王文超，太原 中国银行山西省分行，山西 太原 030001)

摘要：以简单价值投资法挑选出的 5 家企业在 2006-2010 年的股市表现远远战胜市场，说明由于中国股价短期剧烈变动难以预测，普通股民更应该使用中国修正式的价值投资理念来避免损失，增加盈利。作者然后以 2006-2009 年企业的每月股票回报率对价值投资法的 5 家企业和 2009 年度 CCGINK 排名前 10 的公司构建出 10 组投资组合比例，再对两组企业以已计算出的 10 组投资比例组成的投资组合在 2010 年至 2011 年 5 月期间的周回报率进行 T 检验，结果显示，公司治理排名高的公司投资回报率显著优于价值投资法挑选出的企业。

关键词：价值投资；公司治理指数；投资组合理论

中图分类号： F 文献标识码： A

1 引言

中国股票市场的投资者更多的是利用技术分析构建投资组合进行短线操作，与其相对立的是一小部分拥护巴菲特价值投资理念的长期投资者。另外，随着中国公司治理理论的发展，越来越多的长期投资者开始将公司治理水平作为衡量被投资企业稳定性的一项重要指标。

在中国早期，绝大多数的投资专家、学者都宣称由于中国资本市场尚处于初步发展期，并不具备成熟市场长期投资的条件，巴菲特的价值投资并不适用。2005 年股权分置改革开始正式试点，中国股市拉开其成长的序幕，价值投资理念再次引起重视，但是，国内投资仍然跟风严重，相关研究也止步不前，其主要原因在于东施效颦，没有结合中国资本市场的特征。

公司治理方面，虽然公司治理的核心是对投资者利益的保护，但是作者收集了近 10 年公司治理的最新文献，发现国内研究却主要集中于公司治理、股权结构与企业绩效之间的关系分析，即使有的学者致力于研究投资者关系的领域，其出发点仍是通过维护公司投资者关系从而提高公司治理水平，并没有从实证分析公司治理与投资回报之间是否有明显相关性？公司治理水平与公司股票价值之间是否有关联性？投资者能否依靠公司治理指数选择投资企业？

本文在阐述中国修正式价值投资选股法的同时，将从投资者策略角度，将 2009 年公司治理指数排名前 10 的公司与价值投资选股的 5 家企业的股票回报率进行对比，探求公司治理水平与资本市场表现之间是否具有关联性，希望能对投资者选股有所帮助。

2 文献回顾

国内关于巴菲特的文献书籍主要是研究巴菲特的投资理念、投资心态以及巴菲特本人性格特征，关于价值投资理念在中国运用的研究文献并不多，现有的多是在近几年发表。

王冰心（2008）对巴菲特的投资理念进行简单分析并且结合中国证券市场的特点，认为中国并不适用长期投资，该文章是中国 CNKI 数据库收录的近期最早关于价值投资的文章之一，作者仅仅从理论上对比价值投资理念的核心和中国股票市场的特征，并没有通过分析数据来验证其推断。

殿保华（2010）从国内投资者的普遍心态以及几家公司股价历史的表现，指出巴菲特投资理念在中国 A 股市场不能复制，不能生搬硬套。

任秋娟（2010）依据沃伦·巴菲特的价值投资理论，试图对此做出实证分析。首先将巴菲特投资理论总结为四大准则以及更为清晰的 13 大评判指标，然后根据各项评价指标选择具有投资价值的企业，将运用现金流贴现模型估计的企业内在价值同该企业同期的股票价值进行对比，从而做出企业价值是否被高估或低估的判断。结果表明，价值投资理论在中国证券市场上的使用性受到限制。任秋娟只对挑选出来的企业而并未对证券市场整体数据进行分析，本文考虑到数据的全面性，将按行业来分析股票市场整体。

林燕飞和吴晓燕（2010），基于巴菲特投资策略中的财务报表分析方法，通过对 TL 物流

上市公司财务报表进行实证分析，对如何有效提高企业竞争优势，保持盈利持续增长提出了相关建议，此文更多的是希望从财务分析的角度给投资者提供一个巴菲特式报表分析法，并未提及中国资本市场是否适用价值投资。

目前国内关于公司治理的研究主要集中于以下几方面：

股权结构与公司治理、企业业绩之间

陈小悦、徐晓东（2001）对 1996—1999 年深交所除金融性行业以外上市公司的股权结构与企业绩效进行的研究表明，在公司治理对外部投资人利益缺乏保护的情况下，流通股比例与企业业绩之间负相关，非保护性行业第一大股东持股比例与企业业绩正相关，国有股比例、法人股比例与企业业绩之间的相关关系不显著。王琨、肖星（2005）研究认为，前十大股东中存在机构投资者的上市公司被关联方占用的资金显著少于其它公司，同时机构投资者持股比例的增加与上市公司被关联方占用资金的程度呈显著负相关。此方面文献是公司治理相关研究中比重最大的，主要是基于中国企业一股独大、关联方交易现象严重、中小股东利益受损等问题突出的原因。另外，学者大都关注于通过保持合理的股权比例从而维护公司利益不受侵害，使得既有中小股东拥有的股份不会缩水。

公司治理结构与会计信息质量之间

崔学刚（2004）分析了公司治理机制对公司透明度的影响。蒋茵（2005）在借鉴西方经验的基础上，论述了完善我国上市公司财务治理弱化、缺乏投资者利益保护机制等公司治理与财务治理的若干问题。改善公司治理结构将加大对公司管理层的监督力度，提高公司财务信息的透明度与可靠性，但具体将提高财务报表中哪些财务指标的质量、提高的程度有多高，仍有待深入研究。

公司治理与投资者保护

白重恩、刘俏、陆洲、宋敏、张俊喜（2005）发现：治理水平高的企业其市场价值也高；投资者愿为治理良好的公司付出相当可观的溢价。马连福、赵颖（2007）对如何从战略管理角度来研究投资者关系的相关研究文献进行整理，针对中国上市公司投资者关系发展现状，提出今后需要研究的课题，以推动投资者关系理论与实践在中国的发展。

对于现代投资组合理论在中国的可行性，我国学者选取我国股票市场相关数据进行研究，大都认为 Markowitz 均线-方差的投资组合理论在我国的股票市场中是有一定的应用价值的，对于投资者具有理论和实际的指导意义。

姜茜娅（2009）对 2008 年到 2009 年的 40 支股票的周数据分析发现 Markowitz 的模型得到的有效投资组合比随机选择的组合具备绝对的优越性。曾颖苗、张珺、张晴（2009）实证研究表明在我国目前的股票市场上，运用 Markowitz 资产组合理论可以得到比整个证券市场平均表现更好的证券组合，Markowitz 有效组合也明显优于随机简单等权组合，风险小同时收益大。陈剑利，诸葛莉，周明华（2005）对 2002 年到 2004 年深圳市场上 40 支股票的研究发现 Markowitz 模型是合理且可行的，可以用其对投资组合进行预测，因而能够指导投资者的行为。曹兴、彭耿（2003）选取 2002 年上海股票交易所流通市值最大的 50 支股票，结果显示 Markowitz 投资组合理论不仅可以达到有效分散风险的目的，而且使用不同行业的股票，可以大大降低投资组合的规模，而组合的风险也会被分散得更多。

3 数据来源

中国股市 5 年为一周期，为了验证价值投资在中国的可行性并在此基础上挑选出企业，所选取的数据至少应包含一个周期，再考虑到股权分置的影响，因此在价值投资实证分析部分作者选择了最近 5 年即 2006-2010 年的数据（来源于 wind 资讯）。

构建 10 组最优投资组合比例选取的是各股票在 2006 年到 2009 年的每月股票回报率（来源于 CCER）。为了保证以 10 组最优投资组合比例比较两组股票收益率时数据数量足够充分，我们选取用 2010 年至 2011 年 5 月各股票的前复权每周收盘价（来源于 wind 资讯）计算每周的股票回报率。

4 价值投资实证分析

价值投资的核心在于以低价购买好企业的股票。就好比在琳琅满目的超市要挑选出最物美价廉的商品。第一要务是挑选出那些真正好的企业，保证企业业绩以高于平均水平的速度增长，股价自然会上升；第二要务是要在低的价位进仓，价位越低，安全边际越大，设想你在 10 元进仓，其他投资者大都在 15 元进仓，假如股价下跌到 15 元，其他投资者都已面临亏损，而你还有 5 元的空间。

4.1 修正式的中国式价值投资

本文作者在另一篇著作中根据对中国沪深数据分析，提出了四点中国式价值投资修正：第一，长期投资周期为 5 年，因为中国股市 2 年一个小周期，5 年才是一个完整的周期；第二，考虑到中国上市企业大都处于成长期，可供选择企业数必定少于美国业界的 7-10 家，中国股市集中投资的成分股股数乐观估计在 5 家左右；第三，与巴菲特考虑的不确定因素主要来源于企业自身不同，中国股市的不确定因素更多的要考虑庄家做盘的可能性；第四，中国政体不同于美国，中国政治决定经济现象严重，在中国，股民选股时要首先进行宏观分析，挑选出相关行业后再挑选企业。

4.2 简单选股演示

此部分我们将运用修正式的价值分析选取股票并验证其在 2006-2010 年市场表现是否远远战胜了市场，限于篇幅，选股方法将仅仅运用巴氏选股法的一部分，并未深层次分析，可能结果会有些粗糙。

4.2.1 宏观层面分析挑选行业

从 2001 年中国加入 WTO 的议案被通过，这 10 年来中国经济政治环境均发生了较大的变化，以下几点是这 10 年来持久的议题：①通胀压力②国际经济政治形势不稳定③资源进入困境④人民币升值⑤中国经济体制：受政策影响大的行业不适宜长期投资，而形势的动荡以及政策的多变，也使得中国处于发展初期的行业投资风险极大，不适宜涉足。根据前三点，可选择行业如表一所示；综合最后两点，不适宜投资的行业如表二所示。

表一 可选择行业

可投资行业	通胀背景	形势动荡，财富保值	资源缺乏
二级行业	<p>1、必需品：卫生、保健护理服务业；电力、蒸汽、热水的生产和供应业；医药、生物制品；银行业；食品、饮料、烟草和家庭用品批发业；石油、化学、塑胶、塑料；自来水的生产和供应业；农业；煤气生产和供应业；食品、饮料；纺织、服装、皮毛；计算机及相关设备制造业；农、林、牧、渔服务业；林业；畜牧业；渔业；农业</p> <p>2、高端消费：旅馆业；广播电影电视业；餐饮业；旅游业；航空运输业；装修装饰业；房地产开发与经营业；证券期货业</p>	<p>石油、化学、塑胶、塑料； 煤气生产和供应业；有色金属矿采选业；黑色金属矿采选业；煤炭采选业； 土木工程建筑业；金属、非金属；石油和天然气开采业；房地产开发与经营业</p>	<p>黑色金属矿采选业；煤炭采选业； 金属、非金属；石油和天然气开采业</p>

注：行业分类为证监会行业分类标准

表二 限制投资行业

限制投资行业	人民币升值	政府限价	政策导向	发展初期
二级行业	纺织、服装、皮毛；计算机及相关设备制造业	电力、蒸汽、热水的生产和供应业；自来水的生产和供应业；煤气生产和供应业	卫生、保健护理服务业；装修装饰业；房地产开发与经营业；证券期货业；土木工程建筑业；农、林、牧、渔服务业	卫生、保健护理服务业；生物制品行业；银行业；计算机及相关设备制造业；广播电影电视业；其他服务业；证券期货业；旅馆业；餐饮业；旅游业；航空运输业

注：行业分类为证监会行业分类标准

结合表一、表二，在中国近 10 年内适宜投资的二级行业为：医药、生物制品；林业；畜牧业；渔业；农业；有色金属矿采选业；黑色金属矿采选业；煤炭采选业；食品、饮料；金属、非金属；石油、化学、塑胶、塑料；食品、饮料、烟草和家庭用品批发业；商业经纪与代理业 13 大类。

4.2.2 证监会行业 2006-2010 年数据验证行业选择结果

根据总市值加权平均计算出各行业（证监会二级行业分类）收盘价在 2006-2010 年间季度平均涨幅后，与沪深 300 每日收盘指数同时期季度平均涨幅进行对比计算差值，再挑选出行业季度平均涨幅超过沪深 300 指数达 3% 以上的行业，计算各行业的资产净利率、销售净利率、销售毛利率，结果如表三所示。

根据宏观分析挑选出的 13 大类行业在过去 5 年均战胜市场（其中金属与非金属；石油、化学、塑胶、塑料未在表中列出，其季度平均涨幅比沪深 300 指数季度平均涨幅分别高出 2.74%、1.68%），从而基本肯定，根据正确的宏观分析挑选出的行业能够战胜市场。

宏观分析未挑选的行业，其中其他社会服务业、卫生保健护理服务业、证券期货业、金融信托业四大行业中超过 50% 的企业是在 2006 年以后才上市，由于中国的 IPO 溢价现象严重，故其涨幅不能充分反应行业增长。另剩下的装修装饰业、航空运输业、机械设备仪表其他制造业三大行业则是受短期政策影响较大的行业，在 2006-2010 年其受到政策支持发展迅速，但是未来趋势难以预测。所以，宏观分析未挑选的行业其股价走势基本不用重新考虑。

表三 各行业财务数据排名

行业二级	涨幅(%)	排名	资产净利率排名	销售净利率排名	销售毛利率排名
其他社会服务业	11.44	1	53	53	26
黑色金属矿采选业	11.36	2	8	8	7
有色金属矿采选业	10.05	3	9	9	29
装修装饰业	8.92	4	25	25	47
卫生、保健护理服务业	7.77	5	51	51	3
证券、期货业	6.18	6	41	41	16
农、林、牧、渔服务业	5.63	7	5	5	51
林业	5.44	8	2	2	30
商业经纪与代理业	5.38	9	40	40	57
食品、饮料	4.17	10	11	11	17
航空运输业	4.14	11	29	29	49
畜牧业	4.12	12	3	3	44
食品、饮料、烟草和家庭用品批发业	4.11	13	37	37	52
煤炭采选业	3.85	14	6	6	11
金融信托业	3.73	15	42	42	27
机械、设备、仪表	3.61	16	18	18	40
其他制造业	3.57	17	20	20	33
医药、生物制品	3.38	18	19	19	20
渔业	3.22	19	4	4	23
农业	3.14	20	1	1	45

注：1、表中涨幅均为 2005-2010 年证监会二级行业季度平均涨幅与沪深 300 指数季度平均涨幅比较之差，如其他社会服务业涨幅为 11.44%，意味着其他社会服务业季度平均涨幅比沪深 300 指数季度平均涨幅高 11.44%

2、净利率、销售净利率、销售毛利率是行业 2005-2010 年季度平均数，均采用整体法计算

4.2.3 微观层面挑选企业

具体查看中国上市企业行业分布，其中林业 3 家公司、渔业 7 家公司，股价十分低但市盈率异常高，投资赢利空间很小。而畜牧业 9 家公司上市日期多在 2010 年上市，2006-2009 年缺乏数据，故剔除。金属非金属行业受国际价格影响波动很大，赢利水平不确定性程度大，故剔除。由于有色金属和煤炭都属于资源类板块，为避免行业雷同性，选择行业特征更明显的有色金属采选业。食品、饮料、烟草、家庭用品批发业和商业经纪与代理业虽然发展时间较长已步入成熟，整体行业表现良好，但行业内竞争激烈，没有具有明显竞争优势的企业，

故剔除。

最后可供选择进行研究的行业为：医药、生物制品；农业；有色金属矿采选业；食品、饮料；石油、化学、塑胶、塑料 5 大行业（本文中对行业进行了简单的剔除，未考虑行业中特殊企业）。

巴菲特所投资的企业要具有其他企业无法侵入的城墙保护，城墙可以是低成本、品牌效应、政府授权等。仅根据企业城墙这一标准，我们挑选出云南白药（医药、生物制品）；登海种业（农业）；山东黄金（有色金属矿采选业）；贵州茅台（食品、饮料）；盐湖钾肥（石油、化学、塑胶、塑料）5 大企业。

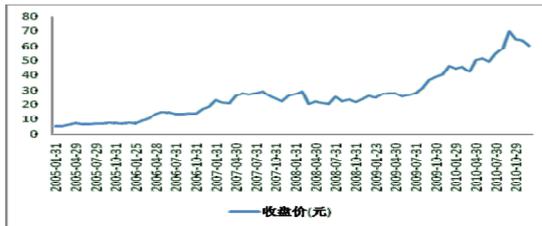
选择依据是：云南白药公司对白药产品具有 100%的控制权，其云南白药系列产品为独家经营，并且公司拥有对其独家药品的自主定价权¹；登海种业是玉米种子行业中的龙头企业，其在新品种的研究方面，在国内无出其右，而制种业行业门槛相当高，一般培养一个新品种需要 6-8 年甚至更长；山东是全国第一产金大省，黄金产量已连续 32 年居全国之首，山东黄金集团旗下有亚洲累计产金最多、全国装备水平和机械程度最高、全国单体产金最高的金矿；茅台的“国酒”地位深入人心，而白酒只有中国才有，国酒只有茅台一个，资源的稀缺性决定了茅台可以自主定价；盐湖钾肥是亚洲最大也是国内唯一的钾肥大型生产企业，产能占国内总产量的 80%，由于行业和资源的垄断性，国内氯化钾产品的竞争性相对较弱。

上文强调，在挑选好企业后仍然要耐心等待合适的时机，当买入价低于内在价值达到安全边际时才买入。观察云南白药（图一）、登海种业（图二）、山东黄金（图三）、贵州茅台（图四）、盐湖钾肥（图五）2005-2010 年股价可发现在 2005-2008 年其股价均处于上升阶段，未出现明显的回落，因此，不妨假定 5 支股票都是在 2005 年 12 月 30 日买入，买入价分别为：云南白药 82.78 元，盐湖钾肥 42.14 元，登海种业 25.18 元，贵州茅台 89.83 元，山东黄金 12.69 元。

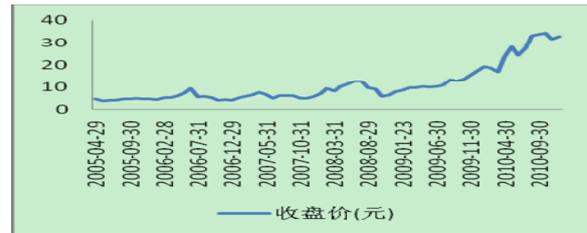
图一 云南白药

图二 登海种业

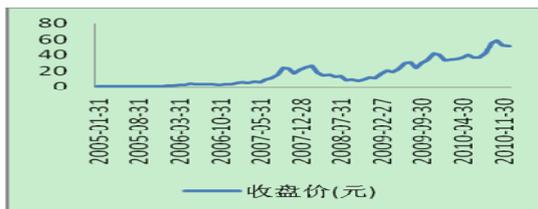
¹ 《发改委拟剥夺独家药品定价权-大医院目录 9 月跟进》，华夏时报，张旭，2009 年 08 月 22 日



图三 山东黄金



图四 贵州茅台



图五 盐湖钾肥



由于长期投资不同于赚取股价差价的短线炒股，长线持有过程中还会有红利送股等，因此在验证挑选出来的 5 大企业是否战胜市场时，作者选取的是 2006-2010 年间后复权的每日收盘价和指数。经计算，沪深 300 指数月平均涨幅为 2.74%，云南白药股价月平均涨幅为 4.09%，登海种业月平均涨幅为 4.64%，山东黄金月平均涨幅为 8.74%，贵州茅台月平均涨幅为 4.79%，盐湖钾肥月平均涨幅为 4.43%，这 5 大企业涨幅都超过沪深 300 指数涨幅 1 倍以上。除贵州茅台外，其他四大企业都是在买入时价钱越低涨幅就越大，进一步说明购入价越低及安全边际越大，收益越大。

登海种业 2011 年的新主打“登海 605”近日又被农业部检测出不合格，虽然登海种业一再声明这次召回对其业绩不会造成影响，但是登海种业的股价仍然一蹶不振。同中国股市其他类似的“突发事件”一样，很多业绩优良的公司往往会遭遇危机，而且这些危机都是无法从其公布的报表或者其他渠道获得。中国股民如同行走在地雷区域，完全无法预测脚下哪块区域藏有地雷，又会在什么时候爆炸。因此，价值投资在中国应用仍有一定的局限性，不过随着股市的完善和信息透明度程度的提高，笔者相信价值投资会普及应用。

5 公司治理指导投资实证分析

巴菲特强调，一个公司的管理水平将很大程度决定公司未来的发展，因此，他非常注重对公司管理层的了解。而传统价值投资分析所能获得的数据主要是投资对象的财务指标，公司的管理水平则需要投资者对新闻报道和公司细节进行自我思考，并没有一个公开透明的评价体系。

随着公司治理理论日益完善，公司治理指数应运而生。公司治理指数是将公司治理评价与数理方法相结合，以指数的方式对公司治理状况进行描述。因为公司治理指数将各公司的治理水平量化成了数字，使得原本复杂的定性比较转化成简单的数字比较。另外，指数是以同一套评价体系进行计算，也使得各公司之间更具可比性。这样，投资者就能了解投资对象在公司治理方面的现状与可能存在的风险，进而判断其潜在投资价值，提高决策水平。

20世纪以来，各国先后建立了与公司治理有关的评价机构：美国机构投资者服务公司（ISS）设计了公司治理股价指数，为其会员提供公司治理咨询服务；韩国于1998年建立标准普尔的公司治理服务系统；此外还有世界银行公司评价系统、泰国公司治理评价系统、中国台湾公司治理与评价等系统。

2004年4月，南开大学公司治理研究中心创建并推出了中国上市公司治理评价指标体系及“南开治理指数”（CCGINK），成为我国首个公司治理评价坐标系。CCGINK从控股股东治理指数、董事会治理指数、监事会治理指数、经理层治理指数、信息披露指数、利益相关者治理指数6个维度进行分析，总结了中国上市公司的治理特征。因此，本文选取2009年度CCGINK排名前10的企业构建公司治理投资组合，分别为：万科A（000002）、中兴通讯（000063）、金融街（000402）、华菱钢铁（000932）、大族激光（002008）、方圆支承（002147）、宁波联合（600051）、深高速（600548）、天地源（600665）、太平洋（601099）。

6 构建投资组合及收益率的对比

本部分以 CCGINK 前 10 的企业为 A 组投资组合的组成股，以简单价值投资选取的 5 家企业为 B 组投资组合的组成股。

6.1 计算 10 组最优投资比例

分别以 A、B 两组股票在 2006-2009 年每月的股票回报率构造 A、B 两组投资组合的最

优边界，然后在投资边界上挑选出 10 组投资组合比例，A 组结果如表四所示，B 组结果如表五所示。

表四 CCGINK 前 10 企业最优投资组合比例

组数	万科 A	中兴通讯	金融街	华菱钢铁	大族激光	方圆支承	宁波联合	深高速	天地源	太平洋
一	1.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
二	0.7794	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.2206	0.0000	0.0000	0.0000
三	0.5587	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.4413	0.0000	0.0000	0.0000
四	0.4757	0.0000	0.0000	0.0000	0.0959	0.0000	0.4284	0.0000	0.0000	0.0000
五	0.3926	0.0000	0.0000	0.0000	0.1918	0.0000	0.4156	0.0000	0.0000	0.0000
六	0.3511	0.0844	0.0000	0.0000	0.1864	0.0000	0.3781	0.0000	0.0000	0.0000
七	0.3096	0.1688	0.0000	0.0000	0.1810	0.0000	0.3406	0.0000	0.0000	0.0000
八	0.2831	0.2066	0.0000	0.0000	0.1631	0.0000	0.3000	0.0473	0.0000	0.0000
九	0.2565	0.2443	0.0000	0.0000	0.1451	0.0000	0.2594	0.0946	0.0000	0.0000
十	0.1868	0.3104	0.0340	0.0000	0.1105	0.0000	0.1889	0.1695	0.0000	0.0000

注：1、表格中数字的单位均为%

2、大写字母代表组数

表五 价值投资 5 大企业最优投资组合比例

组数	云南白药	盐湖钾肥	登海种业	贵州茅台	山东黄金
一	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
二	0.0000	0.0000	0.0000	0.1019	0.8981
三	0.0000	0.0000	0.0000	0.2038	0.7962
四	0.0000	0.0000	0.0588	0.2473	0.6939
五	0.0000	0.0000	0.1176	0.2908	0.5916
六	0.0356	0.0000	0.1222	0.2849	0.5573
七	0.0712	0.0000	0.1268	0.2791	0.5229
八	0.2374	0.1597	0.1483	0.1931	0.2615
九	0.4035	0.3194	0.1698	0.1072	0.0000
十	0.4419	0.3226	0.1711	0.0644	0.0000

注：1、表格中数字的单位均为%

2、大写字母代表组数

6.2 两组收益率与沪深 300 指数回报率对比

A组投资组合以表四的10组投资比例依次作为权重、B组以表五的10组投资比例依次作为权重分别计算两组投资组合在2010年至2011年5月的每周股票回报率（EXCEL软件矩阵相乘），再对每种投资组合在同一时间上的投资率取平均值，计算结果如表六。

从CCER下载沪深300指数从2010年至2011年5月每周回报率并进行平均得到沪深300周回报率为0.2392%。对比表六可知，A组有九组投资组合周回报率均超过沪深300，股票最高收益率为0.391046%；B组的第九、第十这两组投资组合回报率超过沪深300，最高收益率为0.305060%，可以推断，两组均能跑赢大盘。而B组有八组投资组合回报率低于沪深300指数，并不能因此说明B组投资组合跑赢大盘的概率低，因为B组都是以价值投资标准选取的股票，美国的Robert G. Hagstrom的分析实验室里15种股票组成的808组在10年的期限内。

(1987-1996)击败了市场，然而在这808组赢家中，有97%的赢家经历了4年、5年、6年甚至7年的低业绩表现，而巴菲特、蒙格、凯恩斯这些价值投资明星持有的股票其三分之一以上的时间是低于市场平均业绩的，本文中2010年至2011年5月只有17个月的时间长度，所以B组股票业绩低于平均业绩不足为奇。

表六 公司治理 10 股投资组合与价值投资 5 股投资组合每周股票回报率平均值对比

平均值	投资组合组数									
	一	二	三	四	五	六	七	八	九	十
A 组	0.295752	0.285878	0.276003	0.333525	0.391046	0.359933	0.328820	0.287001	0.245183	0.150237
B 组	-2.848469	0.003739	0.035964	0.083937	0.131911	0.147251	0.162591	0.232234	0.301878	0.305060

注：1、表格中数字的单位均为%

6.3 T 检验：成对双样本均值分析

对表六的A组（公司治理指数挑选的股票组合）以及B组（简单价值投资挑选的股票组合）的10组最优投资比例下的平均每周股票回报率进行成对双样本的均值分析，结果如表七所示。其中P的双尾值为0.011790，即在0.05的显著水平下， $P < 0.05$ ，拒绝原假设，接受备择假设，即A、B两组投资组合的股票回报率均值不相等。而P的单尾值为0.005895，即在0.05的显著水平下， $P > 0.05$ ，接受原假设，即公司治理的投资组合股票回报率均值大于简单价值投资组合股票回报率均值。

表七 双样本均值分析

	公司治理 10 股	价值投资 5 股
平均	0.002953378	0.001376
方差	4.44605E-07	1.37E-06
观测值	10	10

泊松相关系数	-0.44530936	
假设平均差	0	
df	9	
t Stat	3.147203428	
P(T<=t) 单尾	0.00589525	
t 单尾临界	1.833112923	
P(T<=t) 双尾	0.011790499	
t 双尾临界	2.262157158	

公司治理组表现优于价值投资组可能基于以下原因：第一，公司治理组的10支股票，有4家企业从事房地产、1家企业涉及通信设备、1家是证券类，而房地产、金融、通信都是近几年迅速发展的行业，其净利润的高速增长带动了相应股票的大幅拉升，相比之下，价值投资组的5支股票都是医药、资源类等处于成熟期的行业，其股票自然也是以均匀的发展速度增长。而公司治理指数排名较好的企业多数为新兴行业中的民营企业，这类企业多是杰出的创业者带领团队在近10年时间内使得企业迅速成长，因而带有浓重的公司领导人色彩，其公司治理结构相比价值投资5家公司也更为创新、灵活与多变。

第二，投资者会对未来公司发展有过度反映，造成短期股价在高位盘整，而中国新股上市股价大幅跳跃式增长的现象极其普遍，结合表八可知，两组股票的深圳主板企业比例、深圳中小板比例、沪市主板比例一致，区别在于公司治理指数股票组合中的太平洋、方圆支承是2007年新上市企业，此外，A组公司上市时间普遍晚于B组上市公司，B组的价值投资股票可能长期在低位盘整，所以A组回报率可能由于新股上市后股民的追捧而异常增长。

表八 两组企业类型对比

	深圳主板企业	深圳中小板	深圳创业板	沪市主板
A组	40% (4家)	20% (2家)	0	40% (4家)
B组	40% (2家)	20% (1家)	0	40% (2家)

7 结语

沃伦·巴菲特、查理·蒙格、比尔·罗纳、罗·辛普森，这些价值投资的秉承者，用他们辉煌的回报业绩证明价值投资不仅仅是投资理论，更因为它的简单与易于复制带给广大投资者一个可以靠近的神话。普通股民不需要学习复杂枯燥的投资理论，也无需钻研高端的数据分析，只要坚持价值投资的原则，就可以在股市获得财富。本文简单选取的5个价值投资企业在2006-2010年的股价涨幅远远高于市场平均水平，也有力的证明在中国股市，价值投

资也是可行的。

公司治理与价值投资的数据对比结果显示，以公司治理指数排名前 10 的股票进行投资组合的股票回报率高于简单价值投资法挑选的 5 家企业的投资组合的股票回报率，说明在我国，公司治理水平高的企业其股价表现也会较为乐观，因此，在进行长期投资时可以适当综合公司治理水平进行股票选择。

但是，本文仍存在以下方面有待进一步完善：第一，本文仅仅以 CCGINK 指数为唯一标准挑选公司治理组的股票，而 CCGINK 的评价指标及具体计算过程尚未公开，假如 CCGINK 的评价标准中公司的市值变化占较大比重，则对本文结果影响较大；第二，本文在计算每周股票回报率时选择的时间段为 2010 年至 2011 年 5 月，少于价值投资的一个周期，而价值投资股票可能会长期在低位盘整，仅仅 17 个月的验证时间过短，影响价值投资组的数据分析结论。

本文作者在进一步的研究中首先会拓宽公司治理组企业的选择标准，在参照 CCGINK 排名的同时会结合其他国内外权威机构的公司治理排名；而价值投资组则会在行业选择时增加行业数量至 10 个以上，再从每个行业挑选出最优秀的 1-2 家公司；最后，两组数据的验证将采用更长的时间段，以避免短期对价值投资组股价评估的偏差。

参考文献

- [1] 王冰心. 沃伦·巴菲特投资理念在中国证券投资市场中的应用[J]. 黑龙江科技信息, 2008, (12): 94.
- [2] 殿保华. 巴菲特投资理念在 A 股应用的误区[J]. 商品与质量, 2010, 47: 13.
- [3] 任秋娟. 基于巴菲特投资理论的中国证券市场价值投资研究[J]. 现代商贸工业, 2010, (4): 127-129.
- [4] 林燕飞, 吴晓燕. 基于巴菲特投资策略的上市公司财务报表分析——以 TL 物流为例[J]. 财经界, 2010, (5): 184-186.
- [5] 陈小悦, 徐晓东. 股权结构、企业绩效与投资者利益保护[J]. 经济研究, 2001, (11): 3-11.
- [6] 王琨, 肖星. 机构投资者持股与关联方占用的实证研究[J]. 南开管理评论, 2005, (2): 27-33.
- [7] 崔学刚. 公司治理机制对公司透明度的影响——来自中国上市公司的经验数据[J]. 会计研究, 2004, (8): 72-80.
- [8] 蒋茵. 公司治理与财务治理模式探讨[J]. 中南财经政法大学学报, 2005, 5(152): 102-107.

- [9] 白重恩,刘俏,陆洲,宋敏,张俊喜. 中国上市公司治理结构的实证研究[J]. 经济研究, 2005, (2): 81-91.
- [10] 马连福,赵颖. 投资者关系价值研究[J]. 中国流通经济, 2007, (7): 56-58.
- [11] 姜茜娅. Markowitz 投资组合模型在近期证券市场的实证分析[J]. 现代经济信息, 2009, (21): 31.
- [12] 曾颖苗,张珺,张晴. 马科维茨模型在股市最优投资组合选择中的实证研究[J]. 湘潭师范学院学报(社会科学版), 2009, 31(4): 88-91.
- [13] 陈剑利,诸葛莉,周明华. 马柯维茨模型在深圳股市应用中的实证研究[J]. 浙江工业大学学报, 2005, 33(4): 470-474.
- [14] 曹兴,彭耿. .Markowitz 投资组合理论在中国证券市场的应用[J]. 中南大学学报(社会科学版), 2003, 9(6): 785-788.
- [15] 郑月玲. 巴菲特投资语录[M]. 北京: 人民邮电出版社, 2008: 214.
- [16] 张自忠. 像巴菲特一样滚雪球[M]. 北京: 人民邮电出版社, 2009: 274.
- [17] 沃伦·巴菲特 著. 劳伦斯 A 坎宁安 编. 陈鑫 译. 巴菲特致股东的信: 股份公司教程. 北京: 机械工业出版社, 2004: 323.
- [18] ROBERT G. HAGSTROM. The Warren Buffett Way[M]. New York: Wiley, 2004:272
- [19] WARREN BUFFETT.“Mr. Buffett on the stock market”.FORTUNE,Nov.10, 2001.
- [20] WARREN BUFFETT. Berkshire Hathaway Inc. annual report, 1995-2006.
- [21] THEODORE SPENCER .“the investors of the century”, FORTUNE,Dec.20, 1999.
- [22] WARREN BUFFETT, 1984.“The super—investors of Graham and Doddsville” in Herms, the Columbia Business School magazine(Fall 1984):4-15.

The Empirical Comparison of Value Investment, Governance Investment and Portfolio Theory

QI Yue¹, XIONG Sha², WANG WEN-chao³

- (1. Research Center for Corporate Governance, Nankai University, Tianjin 300071, China; 2. Business School, Nankai University, Tianjin 300071, China; 3. Branch of Shanxi, Bank of China, Taiyuan 030001, China)

Abstract: Based on the theoretical foundation of value investment, we choose 5 companies firstly, and then by analyzing Shanghai and Shenzhen stock markets' data from 2005 to 2010, the author holds that the modified Buffett value investing is one of the best ways for the ordinary shareholders to avoid losing and making profit. The main reason is the Chinese stock market always changing dramatically and never can be forecasted in a short time. And then we build 5 groups of portfolio proportion for the 5 value investing firms and the 10 top of CCGINK respectively, based on the monthly stock return of 2006 to 2009. Lastly, we compare the two groups' weekly stock return of 2010 to 2011. The results showed that the stock return of the company which is high ranking in CCGINK list is significantly better than enterprise picked out by value investing way.

Key words: value investment; CCGINK; portfolio theory; comparison

收稿日期: 2011-07-07;

基金项目: 本研究由南开大学亚洲研究中心 2009 年项目资助;

作者简介: 齐岳 (1970-), 男, 河北省蠡县人, 南开大学公司治理研究中心、南开大学商学院财务管理系, 教授, 工商管理博士, 博士生导师。研究方向: 基金公司治理、投资组合管理; 熊莎 (1989-), 女, 湖南省益阳市, 南开大学商学院财务管理系, 研究生, 研究方向: 投资组合管理; 王文超 (1988-), 男, 山西省夏县人, 中国银行山西省分行, 研究方向: 投资组合管理。