

# 改善價值溢酬策略的績效：益本比分解法

學生：黃政元

指導教授：杜建衡 博士

羅志賢 博士

國立高雄應用科技大學金融資訊研究所碩士班

## 摘要

投資實務界經常以益本比來作為選股的指標，並以買進高益本比股票、賣出低益本比股票來建構價值溢酬策略。由於股票的益本比可能受到年度、產業、市值、公司獨特因素等的影響，因此本研究將益本比加以拆解，並透過迴歸分析的方式重新建構一個比傳統益本比更值得參考的指標。本文研究發現，依本文所建構出之益本比所找出之高益本比投資組合、其平均報酬率遠高於以傳統益本比所找出之投資組合。

關鍵字：價值溢酬，買賣價差，益本比，迴歸分析

# Improving the Performance of Value Premium Strategy: An E/P decomposition Approach

Student : Cheng-Yuan,Huang

Advisor : Dr. Jian-Heng, DU  
Dr. Chih-Hsien, LO

**Institute of Finance and Information  
National Kaohsiung University of Applied Sciences**

## **Abstract**

Earning price (EP) ratios are frequently used as stock selection indicators by investment prictioners. Prictioners then construct value premium strategy via buying the high EP stocks and shorting the low EP stocks. However, the EP ratios are affected by the year in which the EP ratios are measured, industry, size, and the firm indiocyratic facotrs. By recognizing this fact, this study decomposes EP ratios and reconstruct a new EP measure which is more worthy than traditional EP ratios to be used as stock selection indicators. According to the empirical results, we find that the portfolio formed by buying the high EP stocks based on our new EP measure is more profitable than that based on traditional EP ratios.

Keywords: Value premium, bid-ask spread, earnings ratios, trading strategy

## 目錄

中文摘要.....	
錯誤! 尚未定義書籤。	
Abstract .....	
錯誤! 尚未定義書籤。	
致謝 .....	
錯誤! 尚未定義書籤。	
目錄 .....	
錯誤! 尚未定義書籤。	
表目錄 .....	
錯誤! 尚未定義書籤。	
圖目錄 .....	
錯誤! 尚未定義書籤。	
第一章 緒論.....	1
第一節 研究動機與目的 .....	1
第二節 研究目的.....	3
第三節 研究流程.....	4
第二章 文獻探討.....	5
第一節 傳統選股策略的相關研究 .....	5
第三章 研究方法.....	16
第一節 資料來源說明與變數定義 .....	16
第二節 研究方法.....	20
第四章 實證結果.....	23
第五章 結論與建議 .....	32
參考文獻 .....	34

## 參考文獻

### 中文參考文獻

1. 丁碧惠、曾家齊，2005，市場狀態與動能投資策略績效關聯性之研究，台灣金融財務季刊。
2. 王明仁，1988，股票益本比與年度盈餘對投資組合投資績效影響之研究，東海大學企業管理研究所碩士論文。
3. 王慶昌，1992，上市公司財務比率與股票報酬關係之研究兼論本益比之應用分析，未出版碩士論文，國立台灣大學財務金融研究所。
4. 王嘉宏，2006，以本益比為選股指標之反向投資策略獲利績效探討：以台灣股市為例，未出版碩士論文，國立台灣大學國際企業學研究所。
5. 方淑莉，1990，公司規模、本益比與股票報酬之研究，東海大學企業管理研究所碩士論文。
6. 方智強、姚明慶，1998，台灣上市公司的淨值市價比現象，管理學報。
7. 甘逸偉，2001，台灣股市動能策略與過度反應之整合研究，未出版碩士論文，國立成功大學企業管理研究所。
8. 江啟瑞，1999，選股指標與投資組合之績效探討，未出版碩士論文，國立台灣大學國際企業學研究所。
9. 李舒禾，2004，台灣股市選股策略獲利能力分析，未出版碩士論文，國立成功大學會計學研究所。
10. 吳璟昇，1996，價值型與成長型股票投資績效之研究—以台灣股票市場為例，未出版碩士論文，國立政治大學財務管理研究所。
11. 吳祚吉，1997，台灣股市股利率效應之實證研究，未出版碩士論文，國立台灣大學財務金融研究所。
12. 吳欣芸，2008，利用益本比預測台灣股票之報酬，未出版碩士論文，國立臺

北大學經濟學研究所。

13. 孟憲模，1988，運用套利定價模式探討台灣地區上市股票超額報酬，未出版碩士論文，國立中山大學企業管理研究所。
14. 祝豪傑，1998，台灣上市公司益本比與超額報酬關係之研究，未出版碩士論文，國立政治大學會計系研究所。
15. 洪榮華、雷雅淇，2002，公司規模、股價、益本比、淨值市價比與股票報酬關係之實證研究，管理評論。
16. 施純玉，1997，淨值市價比效果之探討，未出版碩士論文，國立台灣大學財務金融研究所。
17. 胡玉雪，1994，益本比、淨值/市價比及公司規模對股票報酬之影響：相似無關迴歸法之應用，未出版碩士論文，國立台灣大學財務金融研究所。
18. 郭逢春，1993，台灣上市公司在不同投資區間下的淨值/市價比效果，未出版碩士論文，國立台灣大學財務金融研究所。
19. 郭婷雯，2008，益本比效應與低價股效應，未出版碩士論文，逢甲大學財務金融學系研究所。
20. 徐維鴻，1994，市場因素、公司特性與股票報酬率關係之研究，未出版碩士論文，國立台灣大學財務金融研究所。
21. 張榮泰，1990，台灣股票市場股票本益比與股票異常報酬率的關係，證券管理。
22. 張瑞佳，1998，台灣股票市場漲買跌賣投資策略之實證研究，未出版碩士論文，國立中山大學企業管理研究所。
23. 范有偉，1988，台灣證券上市公司股票超額報酬之研究，未出版碩士論文，國立成功大學工業管理研究所。
24. 許維真，1996，何種益本比資料有助於選股？台灣股市橫斷面報酬率影響因素之研究，未出版碩士論文，國立台灣大學國際企業學研究所。

25. 莊燕玲，1995，台灣股票市場現金股利與股票股利對股票報酬率的影響，未出版碩士論文，國立台灣大學財務金融研究所。張尚遠，2006，動量策略應用於台灣股市，未出版碩士論文，國立台灣大學國際企業學研究所。
26. 雷雅淇，2000，公司規模、股價、益本比、淨值市價比與股票超常報酬關係之實證研究，未出版碩士論文，國立中央大學企業管理研究所。
27. 黃淑娟，1997，傳統的與強化的價值導向投資策略在台灣股票市場之實證研究，未出版碩士論文，國立政治大學財務管理研究所。
28. 黃國彰，2007，各項選股指標於台灣股票市場的實用性探討—應用對象與應用時機之研究，未出版碩士論文，國立台灣大學國際企業學研究所。
29. 陳尚群，1989，從股票本益檢定半強式效率資本市場—以台灣股票市場為例，未出版碩士論文，國立台灣大學商學研究所。
30. 陳嘉鴻，1992，台灣上市公司不同投資區間下股票本益比效果之研究，未出版碩士論文，國立台灣大學財務金融研究所
31. 陳麗玲，1994，台灣股票市場中股票報酬率之橫斷面分析，未出版碩士論文，國立成功大學會計學研究所。
32. 陳正佑，2002，台股動量策略與反向策略投資績效之研究，未出版博士論文，國立中山大學財務管理研究所。
33. 陳巧玲，2004，價值型投資風格於台灣股票市場之研究，未出版碩士論文，國立政治大學財務管理研究所。
34. 陳水生，2007，台灣股市本益比投資策略深入探討，未出版碩士論文，國立東華大學研究所。
35. 廖淑惠，2002，本益比與成長機會策略組合之投資報酬研究，未出版碩士論文，國防大學 國防管理學院 國防財務資源管理研究所。
36. 楊淑媛，2007，台灣證券市場之規模溢酬與價值溢酬，未出版碩士論文，國立台灣科技大學財務金融所。

37. 鄭雅如，2001，動能策略與股票風格在台灣股市的實證研究，未出版碩士論文，國立政治大學財務管理研究所。
38. 鄭文昇，1997，臺灣股市益本比效應之實證研究，未出版碩士論文，國立中興大學會計系研究所。
39. 鍾漢澤，1996，基本分析指標、益本比對股票報酬率之研究—相似無關迴歸法之應用，未出版碩士論文，國立台灣大學財務金融研究所。
40. 謝繼茂，1979，台灣股票市場：股票本益比與股票投資組合投資績效關係之研究，未出版碩士論文，國立台灣大學商學研究所。
41. 謝政能，1991，台灣股票市場過度反應之研究，未出版碩士論文，國立中山大學企業管理研究所。
42. 謝朝顯，1994，追漲殺跌投資組合策略之實證研究—台灣股市效率性之再檢定，未出版碩士論文，國立台灣大學財務金融研究所。
43. 顏明賢，2001，非條件資產定價因子之分析，未出版碩士論文，國立中央大學產業經濟研究所。
44. 盧麗安，1996，財務基本分析與台灣股價表現，未出版碩士論文，中山大學財務管理所碩士論文。
45. 顧廣平，2002，台灣上市(櫃)公司股票期望報酬橫斷面差異解釋因子之探討，亞太社會科技學報。

## 英文參考文獻

1. Asness, C.(1997)., The interaction of value and momentum strategies., *Financial Analysts Journal*, p.29-36.
2. Basu, S. (1977), Investment performance of common stocks in relation to their price-earnings ratios: A test of the efficient market hypothesis, *Journal of Finance*, p.663-682.
3. Ball, R.(1978), Anomalies in relationships between securities yields and yield-surrogates, *Journal of Financial Economics*, p.103-126.
4. Barberis, N., Shleifer, A., and Vishny, R. (1998), A model of investor sentiment, *Journal of Financial Economics*, p.307-343.
5. Brooks, C. and K.P. Anderson (2005), Decomposing the Price-Earnings Ratio, *Journal of Asset Management*, p. 456-469.
6. Dreman, D. N. and Lufkin, E. A. (1997), Do Contrarian Strategies Work within Industries?, *Journal of Investing*, p.7–29.
7. Fuller, R. J., Huberts, L. C. and Levinson, M. J. (1993), Returns to E/P Strategies, Higgeldy Piggeldy Growth, Analysts' Forecast Errors, and Omitted Risk Factors, *Journal of Portfolio Management*, p.13–24.
8. Lakonishok, J., Schleifer, A. and Vishny, R. (1994), Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk, *Journal of Finance*, p.1541–1578.
9. Nicholson, S. F. (1960), Price–Earnings Ratios, *Financial Analysts Journal*, p.43–45.
10. Reinganum, M.R., (1981), Misspecification of Capital Asset Pricing: Empirical Anomalies Based on Earnings' Yields and Market Values., *Journal of Financial Economics*, pp. 19-46.