

會計資訊股價攸關性之研究  
--EBO 模式在台灣股票市場應用之實證研究

許崇源  
國立政治大學會計學系  
(02)29393091-81023  
[cyhsu@nccu.edu.tw](mailto:cyhsu@nccu.edu.tw)

彭火樹  
國防管理學院會計學系

劉正田  
國立東華大學會計學系

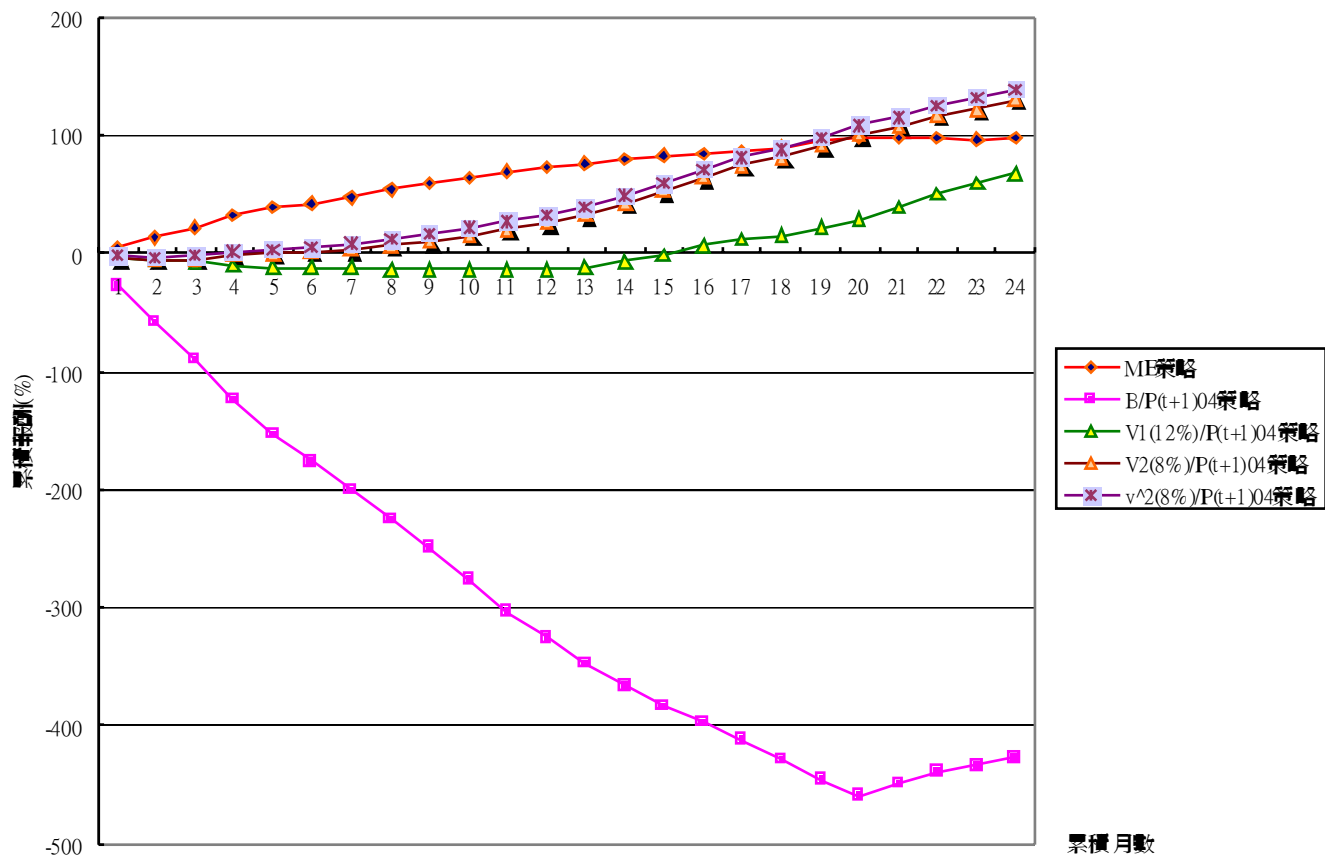
88 年 7 月 31 日

國科會研究計畫(NSC 88-2416-H-004-022)結案報告(詳細報告請洽作者)

## 會計資訊股價攸關性之研究--EBO 模式在台灣股票市場應用之實證研究

Fama and French (1992) 利用 1963-1990 美國上市(包括 NYSE, AMEX, NASDAQ) 公司資料, 發現可用來解釋股票報酬的變數只有公司規模(size)及淨值市價比(book-to-market ratio), Frenkel and Lee (1996)則利用 Edward-Bell-Ohlson (EBO)模式估計公司之真值(intrinsic value), 進而發現利用真值市價比解釋股價報酬之能力較淨值市價比強。本研究之目的即在比較規模、淨值市價比及真值市價比何者較能解釋台灣上市公司股票報酬。

本研究利用台灣經濟新報社(Taiwan Economic Journal)資料庫中 1981-1987 年之上市公司資料, 進行規模(SIZE)、淨值市價比(B/P)及真值市價比(V/P)三者對股票報酬(一年及兩年報酬)之相對解釋能力。研究結果發現利用淨值市價比之投資策略所得股票報酬, 較利用規模及真值市價比之投資策略所得股票報酬為高(圖 1)。進一步檢定發現當控制淨值市價比後, 規模變數除了在淨值市價比較小的二組外, 不再有解釋能力(表 1); 但控制規模變數後, 淨值市價比仍有顯著解釋能力(表 2)。當控制淨值市價比後, 除最大一組之一年股票報酬, 真值市價無顯著解釋能力外, 不論一年或二年之股票報酬, 真值市價比均可用以獲得超額報酬(表 3); 同樣的, 在控制真值市價比變數後, 無論對一年或兩年之股票報酬, 淨值市價比皆仍有顯著解釋能力(表 4)。故如果同時應用規模、真值市價比及淨值市價比, 投資人應可獲得超額報酬。有趣的是, 淨值市價比之運用策略與美國之結果相反, 其原因為何, 有待進一步探討。



說明: 本圖顯示使用各種不同投資策略之零投資組合之累計投資報酬。ME 策略指買(long)公司規模大的股票, 賣(short)公司規模小的股票; B/P 策略指買(long)淨值市價比大的股票, 賣(short)淨值市價比小的股票; V/P 策略指買(long)真值市價比大的股票, 賣(short)真值市價比小的股票。V1(12%), V2(8%), V^2(8%)分別指依一期歷史資料(必要報酬率 12%), 二期歷史資料(必要報酬率 8%)及二期預估資料(必要報酬率 8%)估計之真值(intrinsic value)。B/P 策略產生負報酬亦即如果買(long)淨值市價比小的股票, 賣(short)淨值市價比大的股票, 則其報酬將對稱於橫軸而為正數。

圖 1: 不同投資策略之累計股票報酬

表 1：不同投資策略股票報酬比較表-規模對淨值市價比

A：控制淨值市價比後，規模投資策略之一年累計投資報酬

淨 值 市 價 比	規模					
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5	Q5-Q1
Q1	467.43	522.71	514.64	560.05	700.78	233.35 ***
Q2	303.69	308.92	369.23	349.57	394.24	90.55 **
Q3	290.85	280.53	302.92	289.00	292.61	1.75
Q4	256.23	243.27	247.24	270.81	268.72	12.48
Q5	217.04	218.58	222.68	243.78	243.29	26.25

B：控制淨值市價比後，規模投資策略之二年累計投資報酬

淨 值 市 價 比	規模					
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5	Q5-Q1
Q1	875.71	905.88	881.03	989.31	1214.13	338.43 ***
Q2	596.29	620.53	687.70	668.51	717.02	120.74 *
Q3	584.90	570.83	604.91	567.59	567.27	-17.64
Q4	556.96	528.73	535.11	596.11	556.97	0.01
Q5	558.12	499.20	497.77	577.32	609.75	51.63

1. 本表係將民國81-85年上市公司資料，依淨值市價比由小至大分成五組(Q1至Q5)，再依規模由小至大分成五組(Q1至Q5)，分別計算每組投資(每組54或55個公司樣本)之一年(A部分)及二年(B部分)累計報酬率。
2. \*顯著水準0.1，\*\*顯著水準0.05，\*\*\*顯著水準0.01。

表 2：不同投資策略股票報酬比較表-淨值市價比對規模

A：控制規模後，淨值市價比投資策略之一年累計投資報酬

	淨值市價比						
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5	Q5-Q1	
規模	Q1	475.80	309.37	297.89	239.44	217.04	-258.76 ***
	Q2	520.19	294.57	267.52	256.04	218.98	-301.21 ***
	Q3	510.37	348.99	294.02	245.39	221.67	-288.70 ***
	Q4	552.03	379.24	307.13	276.59	247.97	-304.06 ***
	Q5	697.29	381.33	304.30	271.03	244.67	-452.62 ***

B：控制規模後，淨值市價比投資策略之二年累計投資報酬

	淨值市價比						
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5	Q5-Q1	
規模	Q1	871.52	620.55	599.46	524.76	558.12	-313.40 ***
	Q2	908.84	589.04	541.95	566.08	495.07	-413.76 ***
	Q3	876.25	648.40	592.81	535.93	504.27	-371.98 ***
	Q4	975.98	728.34	597.84	590.95	585.03	-390.95 ***
	Q5	1202.62	700.84	580.67	562.23	610.38	-592.24 ***

1. 本表係將民國81-85年上市公司資料，依規模由小至大分成五組(Q1至Q5)，再依淨值市價比由小至大分成五組(Q1至Q5)，分別計算每組投資(每組54或55個公司樣本)之一年(A部分)及二年(B部分)累計報酬率。
2. \*顯著水準0.1，\*\*顯著水準0.05，\*\*\*顯著水準0.01。

表 3：不同投資策略股票報酬比較表-真值市價比對淨值市價比

A：控制淨值市價比後，真值市價比策略之一年累計投資報酬

淨 值 市 價 比	規模					
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5	Q5-Q1
Q1	416.08	592.30	529.16	532.38	695.68	279.60 ***
Q2	251.98	314.41	328.21	391.71	439.45	187.47 ***
Q3	240.46	259.13	289.79	298.28	367.80	127.34 ***
Q4	213.89	236.02	239.95	270.02	326.13	112.23 ***
Q5	216.48	220.14	218.28	237.26	253.22	36.75

B：控制淨值市價比後，真值市價比投資策略之二年累計投資報酬

淨 值 市 價 比	規模					
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5	Q5-Q1
Q1	766.36	1004.84	940.64	929.61	1224.61	458.24 ***
Q2	507.73	596.67	614.03	738.32	832.80	325.074 ***
Q3	490.09	519.73	568.56	589.18	726.75	236.67 ***
Q4	481.11	481.92	510.92	562.90	735.73	254.62 ***
Q5	502.38	472.15	479.03	573.36	715.22	212.84 ***

1. 本表係將民國81-85年上市公司資料，依淨值市價比由小至大分成五組(Q1至Q5)，再依真值市價比由小至大分成五組(Q1至Q5)，分別計算每組投資(每組54或55個公司樣本)之一年(A部分)及二年(B部分)累計報酬率。
2. \*顯著水準0.1，\*\*顯著水準0.05，\*\*\*顯著水準0.01。

表 4：不同投資策略股票報酬比較表-淨值市價比對真值市價比

A：控制真值市價比後，淨值市價比投資策略之一年累計投資報酬

規模	淨值市價比					
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5	Q5-Q1
Q1	525.27	314.75	257.83	222.50	202.74	-322.53 ***
Q2	631.45	375.77	301.15	260.02	238.74	-392.71 ***
Q3	529.52	354.86	302.54	246.96	221.47	-308.06 ***
Q4	557.37	398.24	302.31	265.89	217.52	-339.85 ***
Q5	576.19	321.18	293.30	252.89	211.11	-365.08 ***

B：控制真值市價比後，淨值市價比投資策略之二年累計投資報酬

規模	淨值市價比					
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5	Q5-Q1
Q1	939.664	610.622	519.548	463.583	487.259	-452.40 *** 5
Q2	1073.81	688.545	582.599	514.895	504.111	-569.69 *** 4
Q3	927.133	675.293	595.66	508.107	482.527	-444.60 *** 6
Q4	978.265	739.539	599.232	544.773	465.386	-512.87 *** 9
Q5	1078.94	702.448	709.074	621.92	556.889	-522.05 *** 4

1. 本表係將民國81-85年上市公司資料，依真值市價比由小至大分成五組(Q1至Q5)，再依淨值市價比由小至大分成五組(Q1至Q5)，分別計算每組投資(每組54或55個公司樣本)之一年(A部分)及二年(B部分)累計報酬率。
2. \*顯著水準0.1，\*\*顯著水準0.05，\*\*\*顯著水準0.01。