

台灣股市存股策略之研究—價值型投資與成長型投資再探

劉海清¹、*傅英芬²、蔡惠丞¹

¹南臺科技大學財務金融系、²台南應用科技大學財務金融系

*t90002@mail.tut.edu.tw

摘要

由於全球利率長期持續性的下滑，台灣有愈來愈多投資人以定期的存股方式來取代定存。本文從長期存股的角度來探討價值型股票或是成長型股票何者較適合作為長期存股的標的。研究結果發現各種不同分類下的成長組股票，在分組當月都有顯著的正超額報酬，而價值組股票則有顯著的負超額報酬，但是成長組的後續績效卻比價值型組差，三個價值組在三因子模型下都享有正超額報酬，因此可以說成長組(價值組)股票可能在被高(低)估的情況下買進，因此當日後市場回復理性後，就容易出現所謂的反轉效應，研究結果顯示不論持有期的長短(1個月至10年)，成長型股票與價值型股票的反轉效應都很顯著。另外從持股內容上來看，成長(價值)型組偏向持有贏(輸)家股票、淨值股價比較低(高)與小(大)規模的股票，我們也發現當股市處於空頭或利率出現下降趨勢的情況下，價值型股票相較於成長型股票會有較佳的表現。本文與過去文獻的不同在於除了分析價值股與成長股的長期績效外，本文也更進一步分析影響兩者間相對績效的因素。

關鍵詞：存股、成長型股票、價值型股票、反轉效應、淨值股價比

A Study of Stock Depositing Strategies in Taiwan Stock Market—A Re-examination of Value and Growth Stock Investments

Hai-Ching Liu¹, *Ying-Fen Fu², Huey-Cherng Tsai¹

¹Department of Finance, Southern Taiwan University of Science and Technology

²Department of Finance, Tainan University of Technology

Abstract

Due to the long-term decline in global interest rates, more and more investors in Taiwan are replacing time deposits with regular stock deposits. This paper aimed to discuss from the perspective of long-term stock deposit whether value stocks or growth stocks are more suitable as the target of long-term stock deposit. The results showed that the growth-stock groups under different categories have significant positive excess returns in the current month, while the value-stock groups have significant negative excess returns. However, the subsequent performance of the growth stocks is worse than that of the value stocks. The four value-stock groups have positive excess returns under the three-factor model, so it can be said that the growth (value) stocks may be bought overvalued (undervalued). Therefore, the so-called reversal effect can easily occur after the market returns to rationality. The results showed that the reversal effect is evident for both growth and value stocks, regardless of the length of holding time (1 month to 10 years). In terms of holding content, the growth (value) group tends to hold winner (loser) stocks, stocks with relatively low (high) book-to-market price ratios and small (large) firm sizes. We also found that value stocks perform better than growth stocks when the stock market is in a bear market.

or when interest rates are in a downtrend. The difference between this paper and the previous literature is that, in addition to analyzing the long-term performance of value stocks and growth stocks, this paper further analyzed the factors that affect their relative performance.

Keywords: Stock Depositing, Growth Stocks, Value Stocks, Reversal Effect, Book to Market Price Ratio

壹、前言

近十幾年來全球資金氾濫，利率持續性的下滑，造成許多國家進入了零利率時代，台灣也是其一。同一時期台灣股市的現金殖利率卻仍維持在相對較高的水平¹，因此國內有愈來愈多的定存族，開始定期性的轉進股市中現金殖利率較高的標的，這也使得「存股」一詞逐漸頻繁地出現在國內媒體與網路文章中，其中不乏投資達人的親身經驗，因此也吸引了更多投資人的注意。

在「存股」的潮流下，金管會於 2017 年開放「定期定額買股」，希望順勢將投資人從短線操作引導到長期投資，以降低台股的高週轉率²。相較於單筆投資，定期定額可規避掉進場時機不對的問題。Richardson and Bagamery (2011) 認為定期定額是普遍被各類投資人所接受的一種投資方式，即便是在單筆投資的績效可能優於定期定額的情況，投資人在資金不足的情況下，仍會採用定期定額的方式進行投資。Dichtl and Drobetz (2011) 亦指出定期定額對投資人來說是極為正常的投資行為。

台灣媒體所謂的「存股」，大致而言就是針對高股息的股票或是像台積電此種知名度高的優質股票進行長期性的「定期定額投資」。根據證交所的資料，截至 2020 年 10 月份，最多投資人定期定額買進的股票是台積電³。此外台積電 2019 年 12 月底的股東人數約有 35.6 萬人，但是到了 2021 年 3 月底就暴增到 100 萬人⁴左右。其實每次牛市來臨，市場上總會有幾支股票，在短短一兩年中就創下驚人的高價，甚至高達千元以上而受封為股王，並且在媒體爭相報導中成了投資人的最愛。此外像聯發科、日月光、環球晶、國巨、大立光...等這些公司也都在其領域發展到全球頂尖的位置。每次隨著這類企業的股價大漲，市場上又開始出現「如果十幾二十年前就開始定期投資這類股票，現在早就...」等言論，這樣的新聞每隔幾年就會上演一次，只可惜投資人很難預知未來。然而過去那些曾經輝煌一時的股票，如今究竟變成什麼面貌？

30 年前的國壽 (1990 年最高價 1975 元) 與台火 (1990 年最高價 1420 元)、20 年前的禾伸堂 (2000 年最高價 999 元)、15 年前的益通 (2006 年最高價 1205 元) 與伍豐 (2007 年最高價 1085 元)、10 年前的宏達電 (2011 年最高價 1300 元)、還有最近 5 年的大立光 (2017 年最高價 6075 元)，這些股票當時都創下千元的價位而榮登股王寶座。然而如今 (2021 年初) 除了大立光依舊千元以上，其他股票要不已經下市 (益通)，要不就掉落在 50 元以下 (禾伸堂也曾經有十幾年的時間股價落在 50 元以下)。

股票的報酬分為兩部分：一為股利，一為資本利得。簡單來說，成長型股票是指投資該股票的獲利大多來自於資本利得，而價值型股票的獲利則有相當比重來自於現金股利。投資成長型股票就是在買這家公司未來的潛力或成長性。由於這類企業成長迅速，急需資金進行擴張與投資，所以大多採較低的配息，而投資人則因為願意以較高的價位來買公司未來的成長性，所以相較於其目前的獲利，會有偏高的

1 2020 年台灣的現金殖利率為 2.81%，相較於其他國家而言，略遜於新加坡(3.75%)與英國(3.28%)，但優於已開發國家的香港(2.44%)、南韓(1.36%)、日本(1.5%)、美國(2.02%)與開發中國家的中國上海(2.04%)、巴西(2.12%)。2000 至 2019 年共 20 年的期間中，台灣上市企業每年的平均現金殖利率為 4.07%，最高為 2007 年的 5.23%，最低為 2001 年的 3.13%。

2 台灣股市向來就以超高週轉率聞名，2020 年台股的週轉率就高達 73%，根據證交所公布的統計資料庫，2020 年底各主要股票交易所週轉率均遠低於台灣，例如：紐約證交所週轉率約為 9%，那斯達克約為 13%，倫敦證交所約為 5%，日本約為 9%。

3 臺灣證券交易所自 2017 年 1 月 16 日起，允許證券商得辦理客戶定期定額方式購買股票與 ETF。截至 2020 年 10 月共有 373 戶透過此管道定期定額投資台積電。

4 2021 年 4 月 5 日經濟日報報導：「台積電股東人數突破百萬大關，達 100 萬 878 人，躍居上市櫃公司中最多。」

股價，因此此類公司通常會呈現低益本比、低淨值股價比或低現金殖利率。價值型股票則是指雖然這類公司未來的成長與擴張有限，但是目前的收益穩定，因此具備支付較高現金股利的條件，此類公司則會呈現高益本比、高淨值股價比或高現金殖利率的現象。

過去學者 Lakonishok, Shleifer and Vishny (1994) 曾指出價值型策略會有較高的報酬，但卻也有文獻發現價值效果並不總是存在 (Hirshleifer, 2001)，而根據摩根士丹利資本國際公司 (MSCI) 所編製的股價指數，比較成長型股票與價值型股票 (整體股票報酬介於兩者之間)，從 1975 年至 2001 年的績效，價值型股票的報酬比成長型股票要高出 140%。另外根據 iShares S&P 500 成長型與價值型 ETF 在 2000 年 5 月底至 2006 年 12 月底的績效顯示，這段期間價值型 ETF 的投資績效也遠高於成長型 ETF 將近 60%。然而最近十五年這樣的態勢似乎有了轉變，從 2006 年底至 2020 年底，價值型 ETF 的投資績效遠遜於成長型 ETF 將近 250%⁵。

從上面的數據可以發現，價值型投資在 1975 年到 2006 年長達 30 年的期間具有優勢。但是在最近 15 年的期間則是由成長型股票取得優勢。這種情況對一個準備長期存股的投資者而言，究竟要投資價值型股票 (基金) 或成長型股票 (基金) 似乎造成了不小的困惑。本研究採用了長達 30 年的台灣股市資料來進行研究，並且從最簡單且容易取得的股票資訊—價、量切入進行股票分類，研究何種類型的股票可以為投資人帶來較佳的長期績效。本研究採用一般網站就可以取得的資料，例如現金殖利率、淨值股價比與本益比等 3 個變數來分別區隔出價值型與成長型股票。本文除了研究價值型與成長型股票的績效外，更深入探討造成兩者績效差異的原因，此與過去文獻不同亦為本文之貢獻。

貳、文獻探討

本文探討台灣股市長期的存股策略。定期定額是長期存股投資中最為人所熟知的一種方式。Rozeff (1994) 以單筆投資與定期定額兩種方式投資於 S&P 指數與小型股的投資組合來進行比較，他指出在短期投資上定期定額並非是一種有效率的投資策略，也就是說定期定額比較適合於長期投資。定期定額投資是指在固定的期間投入固定的金額，由於每次購買的價格均不相同，故可以達到平均買入成本與降低風險的效果 (Dubil, 2005)，過去國外學者 Trainor (2005) 的研究亦支持考慮風險過後，定期定額為一較佳的投資策略。

關於定期定額的投資方式，過去不少比較定期定額與單筆投資的研究多以基金為研究標的 (Kritzman, 1994；傅英芬與劉海清，2014；陳莉芝，2014)，金管會在 2017 年 1 月開放「定期定額買股」後，陸續有不少研究探討台灣股票的存股績效。高嘉邦 (2017) 以金控股為投資標的，發現在投資期間為一年的情況下，定期定額存股策略的績效能夠擊敗大盤與定存報酬率。王勁惟 (2019) 參考投資專家書中的定存股投資策略，發現不論整體研究期間 (2000–2019) 或僅投資 3 年、5 年，各種存股投資策略的累積股利報酬率均高於定存利率。

至於存股要挑何種股票來進行呢？股票市場中除了根據產業來分類外，也常常會根據風格特色來分類，最簡單的方式就是根據最能觸動投資情緒的價格與成交量來分類。有些投資人資金雄厚，特別喜歡投資人氣屢創新高的熱門高價股，也有些人偏好在低價股中尋找標的。此外更完整更常見的做法是在公司的基本面中，將財報裡的重要數據拿來搭配股價，例如搭配現金股利成為現金殖利率、搭配每股淨值成為淨值股價比 (或稱股價淨值比) 與搭配每股盈餘成為益本比 (或稱本益比)，這些比率型態的數據將更能幫助投資人簡單的衡量股價是否高估或低估，因此也經常成為股市裡分類股票的方式。

Froot and Teo (2008) 曾指出投資人在做投資組合的配置時，會將股票依成長股、價值股、規模大、

⁵ 根據 Money DJ 理財網 (<https://www.moneydj.com/ETF/X/Basic/Basic0009.xdjhmt?etfid=IVE>) 2000 年 5 月底至 2007 年 12 月底 iShares S&P 500 成長型與價值型 ETF 之績效分別為 -13.57% 與 46%，2006 年底至 2020 年底 iShares S&P 500 成長型與價值型 ETF 之績效分別為 384.43% 與 135.13%。

規模小等特性風格來做分類。Fama and French (1992) 依益本比、淨值股價比與公司規模將股票進行分組，結果發現高益本比、高淨值股價比、小規模的股票，其後續報酬較低益本比、低淨值股價比、大規模的組別為佳。Basu (1977, 1983) 發現高益本比的股票相對於低益本比的股票有較高的報酬，也就是說股市中存在有益本比效應。有部分的投資人則是非常注重股票的實質價值（淨值），他們希望能在股市中找到價格偏低又淨值較高的好股，所以他們對淨值股價比這個數據就相當注重。Fama and French (1993) 將淨值股價比列入三因子模型中做為評估股價報酬的一個重要因素，之後也有不少文獻發現高淨值股價比的股票有較高的報酬，例如：Krishnaswami, Spindt and Subramaniam (1999) 就指出高淨值股價比的股票其股價將來上漲的機會較大。Capaul, Rowley, and Sharpe (1993) 的實證顯示日、英、德、法、瑞士等股市存在淨值股價比效應。亞洲方面，韓國、香港、馬來西亞 (Chui, and Wei, 1998) 與台灣 (Sheu and Ku, 1999；洪榮華與雷雅淇，2002；王雍智、張澤、戴宏廩，2011；吳妍霏，2020) 也都有相似的結果。此外台灣股民或退休基金特別偏愛高現金股利的股票⁶，Hsu et al., (2015) 針對台灣股市的研究指出，相較於淨值市價比而言，現金殖利率與益本比更適合做為判定價值股與成長股的依據。鄭雍璋 (2018) 曾指出台灣股市的股票報酬率與現金殖利率之間呈現顯著的正向關係，若如此，高現金殖利率股票似乎是投資人不錯的投資選擇。

從前面的文獻可以發現，似乎只要應用與股票價量相關的簡單分類，就可以得到有用的資訊並且建構出具有較高報酬的投資組合，例如買進價值型股票（高現金殖利率或高淨值股價比或高益本比）。但是根據 iShares S&P 500 成長型與價值型 ETF 近十幾年的績效，價值型 ETF 卻遠遜於成長型 ETF。所以從長期存股的角度來看，投資人也很有想要知道成長型股票或價值型股票何者才是首選？

股票是否值得長期投資端視其後續是否可以持續保持較佳的績效，而動能效應 (momentum effect) 與反轉效應 (reversal effect) 的研究就是針對股票績效的持續性來進行檢測。所謂的動能效應是指強者恆強弱者恆弱的現象，它指出贏家在未來依舊會是贏家而輸家則難以翻身。反轉效應則恰好相反，它認為不同類型的股票會呈現週期性的輪動，所以強者會轉弱，弱者會變強。過去 Jagadeesh and Titman (1993, 1999) 的研究指出，股市在 3 到 12 個月的期間具有顯著的動能效應。但另一方面 Debondt and Thaler (1985) 和 Lakonishok、Shleifer 與 Vishny (1994) 則也發現在 3 到 5 年的期間而言，股市會出現顯著的反轉效應，也就是未來贏家和輸家會易位。

因為從前面所提到的投資機構之 ETF 資料顯現，過去有較長的時間是價值型股票的績效優於成長型股票，因此本文針對台灣的股票市場想要進行的研究議題如下：

- 一、台灣價值型股票的長期報酬是否也優於成長型股票？
- 二、台灣價值型股票相較於成長型股票其長期存股績效是否較佳？
- 三、影響台灣價值型股票與成長型股票之相對報酬差異的原因為何？

參、研究資料與研究方法

一、研究資料

本文針對台灣不同風格類型股票的長期存股績效進行研究。研究期間為 1991 年 1 月至 2020 年 12 月，一共長達 30 年。研究期間拉長可以避免較短的期間內可能出現的週期性因素的影響，而導致某類型的投資風格在該期間中有較突出的表現，因而影響研究結論。文中之資料頻率為月資料，樣本為所有上市股票，包含後來已下市的樣本，以避免存活誤差。資料來自台灣經濟新報。

二、敘述性統計

⁶ 根據 2020/11/1 經濟日報的報導，自台灣股市盤中零股交易開辦後，元大高股息 ETF 受益人數高達 33 萬人之多，盤中零股的成交量亦高居第一名。

本文根據簡單的資訊衍生出六種股票的風格：高低現金殖利率、高低淨值股價比與高低益本比⁷，再用這六種風格分別區隔出價值型股票與成長型股票，如前所述，一般成長型股票比較偏向具有低現金殖利率、低淨值股價比與低益本比的特質，而因為成長型股票比較吸引媒體的報導，所以這類股票也比較容易成為熱門股。三種分類當中現金殖利率、淨值股價比與益本比皆與股價有關，而通常較高的股價也會使得此三項財務比率數值下降。因此我們先藉由那些媒體常常報導且投資人也很有興趣的一類族群——股王，來概略了解這類高價股的後續績效。

股王之所以會吸引大家的目光，除了有超高的股價外，也代表著這類公司掌握著時代脈動的產品，具有高獲利或高成長特性。表 1 為歷年之高價股王其當年最高股價與目前（2020 年底）股價之對照，並說明其成為高價股王的時代背景。從表中可以看出隨著時代的推移與生活、科技的演進，不同領域的公司常能乘勢而起，從 1990 年代的地產銀行股，到 2000 年左右竄起的電子王朝，再到 2005 年快速崛起的太陽能股，最後這十幾年又重回到電子族群。如果股王是成長股裡的夢幻，那表 1 就是在說明夢幻的股價不容易長長久久。表 1 雖然未考慮除權除息對股價的影響，但是從表中除了聯發科、大立光、華碩、網龍與禾伸堂外，15 支股票中竟然有高達 10 支股票的價格只剩下極盛時期的不到 10%（禾伸堂也有十幾年的時間落入此處境），當初高價買入的投資人想必會有慘重的虧損。這個表多少呈現出簡單的股票分類就能捕捉未來群組股票的長期績效，那是否可以用這種簡易分類的方式找出未來表現較佳的股票族群呢？

表 1

台灣股市歷代股王的昔日與今朝

年代	股票	最高價	產業與時代背景	2020 年底股價
1983-1990	國壽	1975	銀行業/台灣錢淹腳目台幣升值年代	42.25
1991	華園	520		17.15
1992	厚生	370	地產銀行業/新台幣暴升	24.8
1993-1994	國壽	402		42.25
1995	華銀	215		18.25
1996-1998	華碩	890	主機板/windows 問世帶動 PC 世代	250.5
1999	廣達	850	NB 組裝/筆電普及	80.9
2000	威盛	629	晶片/購併美國 CPU 廠	53.4
	禾伸堂	999	被動元件/PC 與 NB 帶動元件需求	116.5
2001-2003	聯發科	783	IC 設計/消費性多媒體電子崛起影音光碟機爆紅	747
2004	大立光	469	鏡頭/電子相機與手機照相普及	3195
2005	茂迪	713	太陽能/石油飆破 100 美元綠能時代崛起	34.6
2006	益通	1205		1.47(1 月下市)
	宏達電	1220	手機/智慧型手機開始風行	30.75
2007	伍豐	1085	電腦周邊/博弈工業電腦	28.85
2008	宏達電	888	手機/智慧型手機世代來臨 iphone 開啟行動裝置風行	30.75
2009	網龍	519	遊戲軟體	62.5
	聯發科	558	晶片/轉型為山寨手機晶片	747
2010-2011	宏達電	1300	手機/智慧型手機普及	30.75
2012-2020	大立光	6075	鏡頭/多鏡頭手機普及與 AI 無人機自動駕駛車興起	3195

註：資料來源為財訊與自行蒐集

本文以現金殖利率、淨值股價比、益本比來分別區分成長股與價值股，三者之公式分別為現金股利除以股價、淨值除以股價與每股盈餘除以股價。現金殖利率的意義可以視為投資人在不考慮資本利得的

⁷ 股價淨值比與本益比的倒數分別為淨值股價比與益本比，因為現金殖利率為現金股利除以股價，所以採統一標準，以股價置於分母的方式來呈現此兩種財務比率，因此本文後續皆使用淨值股價比與益本比來稱呼。

情況下，用取得的現金股利來計算股票報酬率，現金殖利率常會被拿來與銀行定存或債券殖利率來比較；淨值股價比則顯示每股的真實價值與價格的比值，比值愈高代表取得股票所付出的相對成本愈低；益本比則是用會計帳面盈餘來代表投資公司的獲利所換算的報酬率。上面三個分類中現金殖利率與益本比屬於流量的觀念，它們容易受某年度一次性的業外收入（如處分土地獲利）所影響，淨值股價比則偏向存量的觀念，其時間數列的前後期數值較穩定，比較不會受到一次性業外收入的影響而產生前後期數值的大幅波動。

表2與表3為依現金殖利率、淨值股價比、益本比分組，各組股票之當期報酬率（表2）與當期超額報酬率（各組報酬減加權指數報酬）（表3）。表中根據上述三個變數，分別將所有股票依該變數當月數值由小至大分為10組，接下來每個月都重新分組並計算每個月分組當下每一組的簡單平均報酬（採均等加權），最後統計30年的研究期間中每組的月平均報酬率與超額報酬率。成長型股票偏向具有低現金殖利率、低淨值股價比與低益本比的特質，也就是說投資人看重的是此類股票的未來後續成長潛力，因此願意用較高的股價來追逐企業的現金股利、每股淨值與每股盈餘。相對的價值型股票則具高現金殖利率、高淨值股價比與高益本比的特質，也就是說投資人重視的是目前這類股票的價值與價格比，他們偏好買入相對低價的股票。

表2與表3的數據主要在觀察成長組與價值組兩者建構當下其成本的高低，若表中的數據顯現該組當月的報酬較高（低），則代表該組當月有較大的漲幅（跌幅），因此在該月月底建構投資組合時，其建構成本也較高（低）。表2中可以很明顯的看出，偏向成長型股票的組別（例如第1組）其當月報酬大多顯著為正，同時具有顯著正超額報酬，偏向價值型股票（例如第10組）的組別則大多具有顯著的負超額報酬。成長組與價值組除了具有上述明顯的報酬顯著性正負值差異外，三種分類中極端兩組（第1組與第10組）與鄰組的組間差距相較於其他組別的組間差距，也明顯的擴大。

首先觀察依照現金殖利率高低所進行的分組。大致上來說，表中顯現出現現金殖利率與當期報酬成反向變動。其中第10組的報酬率顯著為負，而且與第9組相較下跌0.8%（多數組別間距約在0.4%-0.6%左右）。這些現象似乎說明了某些現金股利還不差的股票，或許其成長性與爆發性較低，而未受投資人青睞，導致其股價漲幅較小或甚至下跌，而股價下跌的同時也使得其現金殖利率上升，因此同時呈現出來的就是當期報酬愈低而現金殖利率愈高的現象。

接著來看依淨值股價比所進行的分組結果。隨著第1組到第10組，淨值股價比愈高，該組股票的當月報酬率就愈低，到第10組其數值出現顯著的負值。此外組間差距以第1組報酬比第2組多出2.1%為最多，第10組報酬比第9組少1.3%為次多，其他組別的差距大多介於0.25%-0.6%。這也呼應了先前的分析，一些具題材的成長股容易吸引投資人所青睞，使得當月股票報酬有較大的漲幅，股價大漲使得淨值股價比大幅下降。而價值型股票則可能被捨棄導致其股價有較大的跌幅，使其淨值股價比大幅上升。

最後來看益本比的情況。表中呈現益本比與當月報酬率呈反向變動。而且與前面兩個分類方式一樣，第10組相較於第9組有較大幅度的跌幅（1%），相較之下其他組別間差距大約在0.3%-0.6%左右，而且第10組的報酬率還顯著為負。

從上面的分析可以看出在多數的情況下，第10組與第9組的報酬差距，還有第1組與第2組之報酬差異，均明顯大於其他組別。而且第1組與第10組的數值也都具有顯著性，因此基本上本文以第1組來代表成長型股票組。至於價值型股票組則是以第10組來代表。

表3則顯示若以分組當月的超額報酬來看，3種分類變數皆出現分組當月偏成長型的股票（低現金殖利率、低淨值股價比、低益本比）大多出現顯著為正的超額報酬，而偏向價值型的股票（高現金殖利率、高淨值股價比、高益本比）的數據則全數出現顯著為負的超額報酬。這表示分組當月成長股受市場青睞已經有不小的漲幅，而價值股則受到冷落導致其當期表現不佳（超額報酬顯著為負）外，還有可能出現棄股賣壓（跨組間距減幅很大）。這似乎也意味了在分組當月，成長股可能被高估而價值股可能被低估了。

表 2

依現金殖利率、淨值股價比與益本比分組下各組之當期報酬率

組別 (由小至大)	現金殖利率	淨值股價比	益本比
	平均值 t 值	平均值 t 值	平均值 t 值
1	1.08%(2.32**)	4.91%(9.53***)	2.57%(5.66***)
2	1.48%(3.04***)	2.77%(6.35***)	2.89%(6.62***)
3	2.00%(4.31***)	2.19%(5.21***)	2.47%(5.92***)
4	1.93%(4.45***)	1.38%(3.46***)	2.08%(5.01***)
5	1.46%(3.63***)	1.09%(2.75***)	1.69%(4.15***)
6	1.49%(3.94***)	0.84%(2.07**)	1.40%(3.53***)
7	0.87%(2.24**)	0.60%(1.51*)	0.83%(2.24**)
8	0.44%(1.24)	0.03%(0.07)	0.35%(0.97)
9	0.20%(0.57)	-0.35%(-0.81)	-0.47%(-1.30)
10	-0.59%(-1.64*)	-1.62%(-3.05***)	-1.44%(-3.67***)

註：括弧為 t 值，*顯著水準為 10%，**顯著水準為 5%，***顯著水準為 1%。星號代表報酬顯著異於零。

表 3

依現金殖利率、淨值股價比與益本比分組下各組之當期超額報酬率

組別 (由小至大)	現金殖利率	淨值股價比	益本比
	平均值 t 值	平均值 t 值	平均值 t 值
1	0.31%(1.27)	4.14%(15.07***)	1.80%(7.39***)
2	0.71%(3.01***)	2.00%(9.60***)	2.12%(9.89***)
3	1.24%(5.80***)	1.43%(7.46***)	1.70%(9.14***)
4	1.16%(5.86***)	0.61%(3.36***)	1.31%(7.34***)
5	0.69%(3.71***)	0.32%(1.61*)	0.92%(5.32***)
6	0.72%(3.74***)	0.07%(0.33)	0.63%(3.34***)
7	0.10%(0.54)	-0.17%(-0.80)	0.06%(0.33)
8	-0.33%(-1.56*)	-0.74%(-3.05***)	-0.41%(-2.32**)
9	-0.57%(-2.80***)	-1.12%(-4.26***)	-1.24%(-6.34***)
10	-1.36%(-5.96***)	-2.38%(-6.52***)	-2.21%(-10.26***)

註：括弧為 t 值，*顯著水準為 10%，**顯著水準為 5%，***顯著水準為 1%。

星號代表報酬顯著異於零。超額報酬為各組報酬減加權指數報酬。

三、研究方法

本文想要比較台灣股市中成長型股票與價值型股票的績效。在文中採用多種方式來進行評比。第一種研究方法是以 Fama & French (1993) 的三因子模型來針對成長型股票與價值型股票分別進行評價，評估其在考慮了大盤報酬、公司規模與淨值股價比後，是否還具有超額報酬。第二種是以定期定額的方式來進行評比，比較成長股與價值股的定期定額績效。第三種是在控制三因子的情況下，以迴歸模型分析影響價值型與成長型股票報酬差異的原因。第四種是動能（反轉）效應檢定，動能（反轉）效應檢定是以形成期的數值來分成贏家與輸家組股票，並且持續觀察這兩組股票在持有期間其相對報酬的變化是否達到顯著性。

(一) 三因子模型

過去解釋投資組合的報酬常常以市場模型或 CAPM 來進行，Fama & French (1993) 認為單單以大盤因子來解釋股票的變異會有所不足，因此他們多加入了公司規模與淨值股價比來更完整的評估股票報酬變異。三因子模型如下：

$$R_{p,t} - R_{f,t} = a_1 + b_1(R_{m,t} - R_{f,t}) + b_2Smb_t + b_3Hml_t + e_t \quad (1)$$

$R_{p,t}$ 為第 t 期之投資組合報酬率，本文的投資組合是指分別依據現金殖利率與淨值股價比與益本比大小分組，位在第 1 組與第 10 組的股票組合，它們用來代表價值型股票組或成長型股票組， $R_{f,t}$ 為第 t 期的無風險報酬（以第一銀行一年期定存利率為代表）。 $R_{m,t}$ 為第 t 期的發行量加權股價指數月報酬。 Smb_t 為規模溢酬，大致而言為小規模股票與大規模股票報酬的差距； Hml_t 為淨值股價比溢酬，大致上來說就是高淨值股價比的股票與低淨值股價比的股票之報酬差異。三因子資料皆來自於台灣經濟新報資料庫。若模型中的 a_1 具顯著性，代表該組合所代表的價值型股票或成長型股票其長期績效具有顯著的超額報酬。

(二) 定期定額年金終值與報酬率（期初年金）

$$\begin{aligned} S_n &= C(1+r) + C(1+r)^2 + \dots + C(1+r)^n \\ (1+r)S_n &= C(1+r)^2 + C(1+r)^3 + \dots + C(1+r)^{n+1} \\ (1+r)S_n - S_n &= C(1+r)^{n+1} - C(1+r) \\ S_n &= C[(1+r)^{n+1} - (1+r)] / r = C(1+r)[(1+r)^n - 1] / r \end{aligned} \quad (2)$$

S_n ： n 期定期定額投資後結清總金額。 C 每個月定期定額金額。 r 定期定額報酬率

(三) 價值型股票與成長型股票報酬差異

依前言所述，不同時期價值型股票與成長型股票的表現彼此間互有高低，我們想要了解影響這兩種股票相對報酬的因素，本文除了採用上面三因子模型中的市場因子（ $R_{m,t} - R_{f,t}$ ）、規模因子（ Smb ）與淨值股價比因子（ Hml ）外，又加入動能（ Mom ）、商業本票次級市場利率（ R_c ）與美國量化寬鬆虛擬變數（ D_{qe} ）⁸。加入這三項的原因是因為投資組合的報酬也與整體市場中的動能與反轉效應有關，Hur and Singh (2019) 就曾指出動能不是資料探勘的偏誤，而是一個穩健的結果。此外依高登成長模型（Gordon Growth Model, GGM），股票的價格與利率有關，另外股票價格的推升也與市場資金的鬆緊有關，金融海嘯後全球各主要國家的量化寬鬆政策，讓全球金融市場充滿源源不絕的資金，其中又以美國的量化寬鬆為代表，因此本文將美國量化寬鬆政策作為一個虛擬變數加入模型中。迴歸模型如下：

$$R_{p,t} - R_{g,t} = a_1 + b_1(R_{m,t} - R_{f,t}) + b_2Smb_t + b_3Hml_t + b_4Mom_t + b_5R_{c,t-1} + b_6D_{qe,t} + e_t \quad (3)$$

$R_{p,t}$ 為第 t 期之價值型股票組報酬率， $R_{g,t}$ 為第 t 期之成長型股票組報酬率， Mom_t 為動能策略的報酬，即贏家組的報酬減去輸家組的報酬。 $R_{c,t-1}$ 為商業本票次級市場利率， $D_{qe,t}$ 為美國量化寬鬆虛擬變數， Mom_t 與 $R_{c,t-1}$ 之資料同樣皆來自台灣經濟新報資料庫。

(四) 動能（反轉）效應檢定

本文的動能策略是採用 Jegadeesh and Titman (1993) 的作法，先將所有股票依其形成期的報酬率由低至高分成 10 組，然後將報酬最高（低）的組別以平均權重的方式組成贏（輸）家投資組合。之後再以買贏家（第 10 組）賣輸家（第 1 組）的方式來建立零投資組合，並且計算零投資組合在各個持有期間的報酬率，最後針對研究期間零投資組合的平均報酬率進行檢定，以檢視在各種形成期與持有期的組合下，股市是否具有動能或反轉效應。根據 Jegadeesh and Titman (1993) 的方式，零成本投資組合之投資權重（ $w_{i,t}$ ）及報酬率 $R_p(k,m)$ 可以表示如下：

⁸ 美國聯準會於 2009 年 3 月至 2014 年 10 月一共實施三輪量化寬鬆。每輪量化寬鬆間隔期間還實施不同寬鬆政策，造成長達將近六年的期間全球資金異常寬鬆，因此本文將這段時期定義為量化寬鬆期。

$$w_{i,t} = \begin{cases} \frac{-1}{N/10} & \text{if } \text{rank}_{i,t,k} \leq \frac{N}{10} \\ \frac{1}{N/10} & \text{if } \text{rank}_{i,t,k} \geq \frac{9N}{10} \\ 0 & \text{if } \frac{N}{10} < \text{rank}_{i,t,k} < \frac{9N}{10} \end{cases}$$

$$R_p(k,m) = \sum w_{i,t} R_{i,t,t+m} \quad (4)$$

N : 股票數目

$\text{rank}_{i,t,k}$: 第 i 股票在第 t 期且形成期為 k 之績效排序 (由小至大)

$w_{i,t}$: 第 i 股票在第 t 期之投資權重

$R_{i,t,t+m}$: 第 i 股票在第 t 期且持有期為 m 下之報酬率

$R_p(k,m)$: 形成期為 k 持有期為 m 之下, 零成本投資組合之報酬率

若研究期間零投資組合的報酬顯著大於零, 則代表股票之間有顯著的動能效應存在。反之, 若投資期間零投資組合的報酬顯著小於零, 則代表股票之間有顯著的反轉效應存在。本研究形成期定為 1 個月, 持有期則設定為 1、3、6、12、60、120 個月。因為從表 2 與表 3 可以發現成長型股票組全數出現顯著為正的報酬, 因此贏家為成長型股票組, 而價值型股票則全數出現顯著性負報酬, 因此輸家則為價值型股票組。

肆、研究結果

一、價值型股票與成長型股票的後續報酬

本文主要針對台灣股市價值型股票與成長型股票的長期存股績效進行研究, 在分析兩類股票定期定額存股的年化報酬之前, 本文先針對價值型股票與成長型股票的後續績效進行檢視。若要評估成長型股票與價值型股票的績效, 不能只是觀察原始報酬的後續表現, 還要考慮到影響股票報酬的其它因素。Fama & French (1993) 的三因子模型中就加入了大盤因子、公司規模因子與淨值股價比因子來完整評估投資組合績效。表 4 是以三因子模型來評估表 2 中第 1 組 (成長型股票) 與第 10 組 (價值型股票) 的績效表現。此部分是追蹤觀察三個分類變數六組投資組合在控制住三因子項目後的績效。表中價值型股票與成長型股票的分類是以每年年底的三種分類變數之資料來進行, 分類完成後在隔年的一整年就繼續持有, 不再更動投資組合持股, 並且分別計算價值組與成長組每個月報酬。若持有的股票下市則以下市前的價格出清, 在該年度不再納入其他股票也不變動持股權重。

先直接來看超額報酬 α 的部分, 表 4 在控制住大盤、規模與淨值股價比三個因子的情況下, 高現金殖利率組、高淨值股價組與高益本比組均擁有顯著為正的超額報酬。這些數據說明, 不論是以何種方式來分組, 價值型股票組的績效皆享有顯著為正的超額報酬。至於成長型組其超額報酬則都不具顯著性。另外國人所喜歡的高殖利率股票其超額報酬並未比其他價值型股票組高, 這點倒是令人意外, 反而一般媒體比較少討論的高淨值股價比與高益本比股票其表現反而比高殖利率股票組更好。

另外再來觀察系統性風險, 也就是 $R_m - R_f$ 的係數, 表中顯示在系統風險的數值方面, 除了高淨值股價比組 (價值型) 略高於低淨值股價比組 (成長型) 外, 其餘高現金殖利率組 (價值型) 低於低現金殖利率組 (成長型)、高益本比組 (價值型) 低於低益本比組 (成長型), 這意味著大致上來說具備價值型特質的股票其系統性風險低於具成長型性質的股票。整體而言, 表 4 顯現出價值型股票相較於成長型股票具有高超額報酬低系統風險的特性, 因此其長期的績效表現很明顯的勝過成長型股票。

表 4

價值型股票與成長型股票後續三因子超額報酬

	現金殖利率分組		淨值股價比分組		益本比分組	
	第 1 組	第 10 組	第 1 組	第 10 組	第 1 組	第 10 組
alpha	0.002 (1.25)	0.004 (2.24**)	0.001 (0.51)	0.006 (3.53***)	-0.002 (-1.14)	0.005 (2.97***)
R _m -R _f	1.11 (59.80***)	0.87 (39.86***)	1.07 (53.89***)	1.15 (45.45***)	1.03 (60.76***)	0.98 (41.92***)
Smb	0.87 (23.83***)	0.39 (9.25***)	0.63 (16.07***)	0.74 (14.88***)	0.75 (22.55***)	0.41 (8.97***)
Hml	0.27 (10.85***)	0.39 (13.41***)	-0.42 (-15.94***)	0.97 (28.92***)	0.20 (8.78***)	0.30 (9.60***)
Adjusted R-squared	0.92	0.84	0.90	0.90	0.92	0.84
n	360	360	360	360	360	360

註：括弧為 t 值，星號代表報酬顯著異於零。*顯著水準為 10%，**顯著水準為 5%，***顯著水準為 1%。

二、價值型股票與成長型股票的長期存股績效

上面從三因子的迴歸模型中發現，研究期間中績效較佳的組別依序為淨值股價比分組、益本比分組與現金殖利率分組下的價值型股票（第 10 組）。表現最差的則是依益本比分組的成長型股票（第 1 組），有接近顯著為負的超額報酬。如果這 30 年實際上採行定期定額的存股方式投資這 6 個組別的股票，長期的存股績效會如何呢？價值型股票的績效是否依舊能擊敗成長型股票？成長型與價值型股票的存股績效能夠擊敗大盤嗎？

表 5 為這六個類組跨越 30 年的期間的定期定額存股績效，另外也加入大盤的存股績效做為比較的基準。研究期間中依照每年 12 月底的資料來進行分組，重新建構投資組合，並且持有 1 年，投資組合中個股投資比重採平均權重，股票交易的成本設為證交稅 3/1000、手續費 1.425/1000。限於頁面大小，表中採每兩年顯示一次績效的方式。表中數據為自 1990 年 12 月至表中當月為止之定期定額平均年報酬率。

表 5

各種分類下最高與最低組別之定期定額績效

	低現金殖利率組	高現金殖利率組	低淨值股價比組	高淨值股價比組	低益本比組	高益本比組	大盤
1990/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
1992/12	-33.1%	-32.7%	-38.4%	-24.9%	-43.1%	-12.3%	-30.0%
1994/12	16.5%	13.0%	13.0%	26.3%	16.2%	13.4%	19.2%
1996/12	8.6%	8.7%	8.7%	18.2%	5.5%	11.5%	10.3%
1998/12	5.2%	3.0%	8.8%	7.7%	-0.3%	10.4%	3.7%
2000/12	-105%	-8.5%	-0.3%	-13.3%	-16.0%	-5.0%	-4.2%
2002/12	-0.1%	5.2%	-1.8%	1.7%	-8.0%	8.1%	-4.1%
2004/12	4.6%	8.2%	0.3%	8.9%	-0.9%	11.0%	2.0%
2006/12	8.7%	11.4%	6.7%	11.4%	3.4%	16.0%	5.1%
2008/12	1.6%	6.7%	-1.7%	5.7%	-3.8%	9.6%	-0.5%
2010/12	9.8%	14.1%	4.9%	15.3%	5.6%	16.7%	6.0%
2012/12	7.1%	11.7%	3.7%	12.1%	3.6%	13.8%	4.5%
2014/12	8.8%	12.2%	5.7%	13.4%	4.6%	14.2%	5.6%
2016/12	7.5%	11.2%	5.1%	12.2%	3.0%	12.7%	5.4%
2018/12	7.8%	11.0%	5.0%	12.3%	4.0%	12.0%	5.5%
2020/12	9.3%	11.7%	6.9%	13.5%	6.2%	12.5%	7.4%

註：表中數據為自 1990 年 12 月至表中當月為止之定期定額平均年報酬率

表中數值顯現績效表現依序為高淨值股價比組、高益本比組與高現金殖利率組，這3組的平均年報酬率有11%至14%，遠高於大盤。此外在表中每一組都有16個觀察數據，上面績效較佳的3組價值型股票只有2個數據呈現負值，顯示投資人若針對價值型股票進行存股的話，研究期間長期都處於獲利狀態。另外表中績效最差的則是低淨值股價比組與低益本比組，這2組的績效皆遜於大盤。

三、影響價值型股票與成長型股票相對績效的因素

前言中提到過去相當長的時間中，美國價值型股票的績效明顯優於成長型股票，但是最近十五年情況改變了，反而是成長型股票的績效明顯優於價值型。台灣股市的情況是否也是一樣呢？表6將研究期間分為三個時期，研究每個時期價值型股票相對於成長型股票的平均月報酬高低，每個時期長度皆為十年，三個時期分別為1991年-2000年、2001年-2010年與2011年-2020年，表的下方則呈現整體研究期間的情況。同樣依照每年12月的月資料來進行分組，重新建構投資組合（投資組合中採平均權重），並且計算第一組與第十組後續1年中每個月月報酬。表中的數據是研究期間中價值型股票組月報酬減成長型股票組月報酬的長期平均值。

表6的數據顯示，以整個研究期間而言，除了現金殖利率分組的情況外，其他兩種分組方式皆顯示出價值型股票的報酬顯著優於成長型股票，月平均報酬大約領先0.66%至0.8%之間，其中又以淨值股價比分組的情況下，價值型股票領先成長型最多。如果分別觀察研究期間的三個時段，發現比較早期（1991年-2000年），除了按益本比分類的情況下價值型股票的報酬顯著優於成長型股票外，其他的分類方式下價值型股票與成長型股票間的月報酬並沒有顯著的差異，從其他兩種分類方式之t值都接近於0來看，價值型與成長型股票的平均月報酬在這段時期其實非常接近。

表6

不同時期價值型股票與成長型股票之相對績效

	高現金殖利率組— 低現金殖利率組	高淨值股價比組— 低淨值股價比組	高益本比組— 低益本比組
1991-2000年	0.03% (0.06)	-0.04% (-0.04)	0.70% (1.45*)
2001-2010年	0.29% (0.68)	2.23% (2.12**)	1.31% (3.42***)
2011-2020年	-0.06% (-0.27)	0.19% (0.62)	-0.01% (-0.07)
1991-2020年	0.09% (0.37)	0.80% (1.70**)	0.66% (3.04***)

註：括弧為t值，星號代表價值型與成長型股票之報酬有顯著差異。

*顯著水準為10%，**顯著水準為5%，***顯著水準為1%。

不過1991年至2000年這段期間正好是全球電子產業快速發展的時期，美國聯準會主席葛林斯潘甚至在1996年12月以非理性的榮景來示警股市的非理性上揚尤其是科技股，這場股市的盛宴最終於2000年3月美國NASDAQ狂飆到5132.52點後，以網通泡沫崩盤落幕。NASDAQ的崩盤也使得台灣電子股慘跌，當時台灣股市中普遍將電子股視為成長型股，從先前表5的數據也發現，從1992年底到1998年底成長股有較佳的表現，三種成長型組（低現金殖利率組、低淨值股價比股、低益本比組）的定期定額存股績效之增幅（38%、47%、43%）皆優於同一分類下的價值型股組（36%、33%、23%），但是經過網通泡沫後，網通泡沫前後1998年底至2000年底，三種分類方式下的成長型組之定期定額存股績效的跌幅（-5%、-11%、-8%）皆大於同一分類下的價值型股票（2%、-6%、-2%）。

接下來觀察2001年至2010年，這十年間除了現金殖利率的分組方式外，其餘兩種方式皆出現價值型股票的績效顯著優於成長型股票。其中依淨值股價比分組的情況更明顯，價值型股票的平均月報酬竟然比成長型股票多出超過2%，顯然這段期間價值型股票的表現大幅的將成長型股票甩開。這也可能是

2000年網通泡沫發生後，隨著投資人風險意識的提升，資金從成長股流出到價值型股，造成成長股績效大幅落後於價值型股。最後一段時期是2011年至2020年，這段時期三種分類方式下的價值型與成長型股票兩者間的報酬並無顯著的優劣差異。

表6中發現從比較長的時間尺度來看，整體來說價值型股票的表現要優於成長型股票，但是若從較短的時間尺度來觀察，在某些期間成長型股票的表現又會優於價值型股票，因此本文嘗試以Fama & French (1993)的三因子模型再加上動能因子、利率與量化寬鬆共六個變數來進行迴歸分析，希望能夠更進一步了解影響價值型與成長型股票之間相對報酬變化的因素，迴歸分析的結果置於表7。表7的被解釋變數為價值型股票報酬減去成長型股票報酬，表中的結果顯示所有六個解釋變數都可以在某些分類方式上，具有顯著的解釋能力。其中又以Fama & French (1993)的三因子再加上動能因子的解釋能力最佳，在三種分類上都具有顯著性。

首先來看市場因子，除了淨值股價比的分組外，此因子對於其他兩種分類方式下的價值與成長型股票之相對報酬具有顯著的解釋能力，而且三者的係數皆呈現負值，這表示這兩種分類方式下的價值型股票（高現金殖利率組或高益本組）與成長型股票之相對報酬與大盤成反向變動，大致上來說也就是多頭時期對成長組股票相對上較有利（成長型股票漲幅較大），空頭則對價值型股票相對上較有利（價值型股票跌幅較小）。這個結果也符合市場邏輯，多頭時期投資人的風險承受力較強，所以會投資積極型的成長股，因此成長股的表現相對會較佳，而空頭時期投資人會趨於保守，所以資金會轉往較保守的價值型股，因此這類股票會有較好的表現。

表7

影響價值型股票與成長型股票相對績效的因素

	高現金殖利率組— 低現金殖利率組	高淨值股價比組— 低淨值股價比組	高益本比組— 低益本比組
alpha	0.007 (1.94*)	0.004 (1.00)	0.008 (2.13**)
$R_m - R_f$	-0.26 (-9.27***)	0.04 (1.25)	-0.07 (-2.23**)
Smb	-0.49 (-9.06***)	0.08 (1.38)	-0.35 (-6.11***)
Hml	0.08 (2.06**)	1.30 (30.47***)	0.06 (1.45)
Mom	-0.11 (-2.58**)	-0.25 (-5.66***)	-0.11 (-2.50**)
R_c	-0.14 (-1.74*)	0.05 (0.56)	-0.01 (-0.08)
D_{qe}	-0.004 (-0.73)	0.004 (0.72)	-0.448 (-0.79)
Adjusted R-squared	0.28	0.79	0.10
n	360	360	360

註：括弧為t值，星號代表報酬顯著異於零。*顯著水準為10%，**顯著水準為5%，***顯著水準為1%。

表中淨值股價比的分組方式與Fama & French (1993)三因子模型中淨值股價比的分組方式不同，

Fama & French的分組方式較複雜而且他們是取前後各三分之一的股票來組成樣本。

接下來觀察規模因子，同樣是除了淨值股價比的分組外，其他兩種分類方式下的價值與成長型股票之相對報酬與規模因子成反向變動，這意味著價值組中包含有較多的大型股，所以當小型股相對於大型股的報酬有較大的漲幅時，Smb上升的同時價值型組的相對報酬卻下降。反之，這個結果也隱含著成長組擁有較多的小型股。

再來看淨值股價比因子(Hml)，除了益本比的分類外，其他兩種分類下該項係數皆呈現顯著的正值，此代表價值與成長型股票的相對報酬與淨值股價比因子同向變動，也可以說兩種分類下的價值組股票可能持有較多的高淨值股價比股票，因此當高淨值股價比股票的報酬有相對較高的漲幅使得 Hml 上升時，同時價值型組的報酬也會有較大的漲幅。反之，這個結果也意味著成長組擁有較多的低淨值股價比股票。

另外在動能這個因素(Mom)上面，三種分類下該項係數皆呈現顯著為負的情況，此意味著價值組相對來說持有較多的輸家組，而成長組則持有較多的贏家股票，所以當贏家組的後續報酬優於輸家組而呈現動能效應時，價值組相對於成長組會有較差的表現，但是反之股市存在有反轉效應時，價值型組的報酬反而會贏過成長型組。

再就利率(Rc)而言，在現金殖利率分類下此項係數呈顯著的負值，這表示這種分類下的價值組相對於成長組的報酬與利率成反向變動，所以這30年來利率不斷的下降，高現金殖利率股票(價值型股票)的相對表現就會優於低現金殖利率股票(成長型股票)。這項結果也說明了為何最近十幾年來媒體開始頻繁地出現現金殖利率與存股的原因，利率不斷的下降直到存款族無法忍受的低水位，迫使他們到股市中去尋找保守性的替代品，那些高現金殖利率的股票則迎合其賺取固定收益的需求，所以源源不斷來自銀行定存族的資金，也推升了高現金殖利率股票的報酬。

最後解釋能力最差的是虛擬變數 Dqe，在三種分類上都未具有顯著的解釋能力。雖然直覺上美國的量化寬鬆會釋放出無數的資金到國際金融市場中，外資也容易取得更多的便宜資金投入像台灣這類的新興市場，但是表7發現QE的實施對其他分類下的價值型與成長型股之報酬可能出現大約相同程度的影響或較小的影響，因此兩者的相對報酬並未出現顯著性。

整體來說，表7的結果說明價值型組傾向於持有高淨值股價比、大規模與輸家的股票，而且當股市處於空頭或利率出現下降趨勢的情況下，價值型股票相較於成長型股票也會有較佳的表現。

四、價值型股票與成長型股票的後續相對報酬

表3清楚的顯現在分組當下，3種分類方式皆出現分組當月偏成長型的股票組(低現金殖利率、低淨值股價比、低益本比)大多具顯著正超額報酬，而偏向價值型的股票組(高現金殖利率、高淨值股價比、高益本比)則全數出現顯著負超額報酬。而且依淨值股價比分類中的成長組(淨值股價比的第1組)與前一組的報酬差距有很明顯的擴大，而依現金殖利率、淨值股價比、益本比分組的價值組(第10組)與前一組的報酬則出現大幅度的下跌。顯然在分組當月成長股有追捧的買盤湧入，而價值股則遭受賣壓變成眾人拋棄的標的。

表4的結果則顯示在三因子模型中三種分類方式下的價值型股票皆獲得顯著為正的超額報酬；表5的結果則同樣呈現三種分類方式下的價值型股票其定期定額報酬率皆明顯優於同一分類下的成長型股票；表6則是將研究期間平均切割成三個時段，每個時段的長度均為十年，結果發現每個時段都會出現某些分類下的價值型股票之報酬顯著優於成長型股票。上面所述三個表的結果都顯現價值型股票的後續績效顯著優於成長型股票。

從上面的分析可知在分組當月依報酬來看，成長股是所謂的贏家組而價值組則被打入輸家。對投資人而言，屬於贏家組的成長股當月已經有較大幅度的漲幅，股價是否有高估的疑慮？而輸家組當月也已經呈現較大的跌幅，是否也有被市場過度低估之嫌？假以時日，贏家還會持續是贏家嗎？亦或是後續會出現扭轉變成輸家組逆轉勝的局面？從表4到表6價值股與成長股後續的績效來看，反而是價值股明顯的勝過成長股，顯然隨著投資時間的增長，成長股與價值股間的贏輸家關係互換，出現了所謂的反轉效應。財務領域常使用 Jegadeesh and Titman (1993) 的作法來檢視股票間是否具有動能效應或反轉效應，表8就是以動能測試的方式來觀察贏家(成長股)相對於輸家(價值股)的後續相對報酬變化，究竟是呈現強者恆強的動態態勢，亦或是呈現盛極而衰否極泰來的反轉戲碼。

表8為在不同分組變數下，採用買進贏家組(成長股)放空輸家組(價值股)所組成的零投資組合，檢測此零投資組合在研究期間是否具有顯著的報酬。在一般動能的研究中，若零投資組合的報酬顯著為

正則稱具有動能現象，表示強者弱者之間的態勢持續不變，贏家組相對於輸家組的後續報酬持續較佳。若顯著為負則稱具有反轉效應，表示有風格輪動的情形，贏家組的後續報酬相對於輸家組而言轉弱。表 8 贏家組與輸家組的分組是根據當月的數據，也就是說形成期設為 1 期。表中的報酬為平均月報酬率。表 8 中的數據顯示不論是依現金殖利率、淨值股價比或益本比來分類價值組或成長組，表中的數據幾乎全部都出現具顯著性的負值，代表後續的觀察期間不論是短期（1 個月、3 個月、6 個月）、中期（1 年、5 年）或長期（10 年），幾乎所有的持有期間，贏家組（成長型股票）的後續報酬皆顯著低於輸家組（價值型股票），此表示台灣股市中成長型股票與價值型股票間存在有很強的反轉效應。

表 8 的檢測結果更強化了表 4 至表 6 的結論，很明顯的價值型股票更具有投資價值。這樣的結果也應證了前面所提到的「贏家組（成長型股）在分組當月已經有較大幅度的漲幅，是否有被高估的疑慮？而輸家組（價值型股）在分組當月也已經呈現較大的跌幅，是否有被市場低估之嫌？」，從表 8 兩者後續的相對績效來看，印證了在起跑點贏家組的價格可能被過度拉抬，因此在成本較高的情況下導致後續績效較差，而輸家組的股票可能也因為被過度殺低的關係，在成本較低的情況下，反而創造出後續較佳的績效。這種現象也告訴投資人，在市場中常常會看到投資情緒的波動而影響投資人的理性思考，造成盲目的追高或殺低，但整體而言市場終究會回歸理性，因此被錯估的股價經過或長或短的時間後就會再調整回來。本文的結果也呼應了 De Bondt and Thaler（1985）的過度反應假說，他們認為由於投資人的行為偏誤造成股價對訊息的反應太過度，而出現了價格偏誤（例如過度的看好漲勢中的成長股，過度看壞跌勢中的價值股），最後也導致了反轉現象的出現。所以對長期投資的啟示就是「避開容易被高估的成長股，買進容易被低估的價值股，再耐心的等候日後反轉效應的發生。」

表 8

成長股與價值股間的動能或反轉效應

持有期	1	3	6	12	60	120
現金殖利率	-0.13% (-0.61)	-0.47% (-3.87***)	-0.56% (-6.71***)	-0.64% (-11.65***)	-0.59% (-24.80***)	-0.63% (-41.31***)
淨值股價比	-0.87% (1.76**)	-0.59% (-2.18**)	-0.50% (-2.93***)	-0.44% (-3.98***)	-0.12% (-3.51***)	-0.12% (-4.28***)
益本比	-0.58% (-2.74***)	-0.64% (-4.79***)	-0.60% (-6.40***)	-0.66% (-11.00***)	-0.56% (-16.51***)	-0.51% (-22.10***)

註：形成期採當月數值或稱形成期為 1 個月。括弧為 t 值，*顯著水準為 10%，**顯著水準為 5%，***顯著水準為 1%。現金殖利率、淨值股價比、益本比三者是以第一組為贏家第十組為輸家。動能策略採用買贏家（成長股）賣輸家（價值股），檢定結果顯著為正（負）代表有動能（反轉）效應。

伍、結論

由於世界主要國家央行長期大幅貨幣寬鬆的結果造成利率持續性的下滑，甚至出現負利率的情況，因此市場的資金逐步的從銀行定存移出轉至股市，台灣股票市場也出現愈來愈多的投資人以存股方式來進行投資理財。本文想要從長期存股的角度來探討簡單的投資策略，究竟是價值型股票亦或是成長型股票更適合作為投資標的。本文將現金殖利率最低、淨值股價比最低、益本比最低的三組股票視為成長股，反之相對應的三組則為價值股。

本文的研究結果發現，就歷代股王來看，這些成為股王的股票其後續的長期績效大多很糟糕，所以如果是在股王大幅上揚股價很高時，才開始進行投資，那長期投資績效就難以期待了。從股王的例子可以去推想其他的高價族群，價格的上揚若欠缺足夠的長期基本面獲利來支持，則這支股票最後就容易變成只靠成長題材炒作而暴漲暴跌的下場。

本文研究結果顯示，不論是何種分類方式，分組當月成長型組大多具顯著正超額報酬，而價值型組則全數出現顯著負超額報酬。而且成長組與其前一組的報酬相比有明顯上揚，價值組與其前一組的報酬相比則有大幅度的下跌。顯然分組當月成長股受到追捧，而價值股則遭到追殺。這個結果應證了 De Bondt and Thaler (1985) 的看法，由於投資人的行為偏誤所造成的過度反應導致估價偏差 (mispricing)，因此價值溢酬就在投資人的估價偏差中顯現出來。

另外在投資績效的評估上，本文以三因子模型與定期定額投資報酬兩種方式來評估，在三因子模型中，三種分類方式下的價值型股票都具顯著正超額報酬 (alpha 值顯著為正)，而且價值組的系統風險大多低於成長組，因此從超額報酬與系統性風險來看，成長型股票呈現高風險低報酬，價值型股票則呈現低風險高報酬，此結果與 Fama & French (1992) 的研究類似，其研究發現 beta 值最高 (低) 的組別其淨值股價比反而最低 (高)，而 beta 值最高的組別其後續年報酬低於 beta 值最低的組別，呈現出價值型股擁有低風險高報酬的特性。此外就定期定額績效而言，三種分類方式下的價值型股票其報酬皆明顯優於同一分類下的成長型股票，而且其報酬率是基準值 (大盤定期定額績效) 的 1.5 至 2 倍，成長型組中除了低殖利率組外，其他兩組的績效皆低於大盤定期定額績效。若將研究期間平均切割成三個十年的時段，則每個時段都會出現某些價值型股票之報酬顯著優於成長型股票，其中又以 2001 年至 2010 年表現最佳，這 10 年可說是價值型股票大放異彩的時期，其原因或許是經過 2000 年的網通科技股泡沫大崩盤後，投資人的風險意識抬頭，轉而投資較穩定的價值股。

另外針對價值型股票與成長型股票的相對報酬變化之研究，本文發現價值型組的股票組成傾向於高淨值股價比、大規模與輸家組的股票，而且當股市處於空頭的情況下，偏保守性的價值型股票相較於成長型股票更容易得到投資人青睞，因此相對而言會有較佳的表現。至於貨幣政策方面，本文發現利率下降的情況下，高現金殖利率股票則相較於低現金殖利率股票有利，這可能是利率下降迫使保守的存款族轉到股市中去尋找高現金殖利率的股票 (擁有不錯的固定收益)，因此推升這組股票的報酬。此外近十年美國聯準會的量化寬鬆政策對價值型與成長型股票的相對報酬並無影響。

從贏輸家的角度來看，在價值組與成長組分組的當月，成長型股票的當月報酬較之其他一般組別有更突出或最佳的績效表現，反之價值型股票相較於其他一般組別有更糟或最糟的表現。或許是這個因素使得成長股是在被高估的情況下買進，而價值股則是在被低估的情況下買進。因此當市場經過一段時日恢復理性後，被高估與被低估的股票都回復其應有的價位，此時就容易出現所謂的反轉效應，分組當月屬於贏家的成長股日後反而表現較差，而屬於輸家的價值股卻轉而變強，因此才會出現本文從好幾個角度切入觀察價值型股票與成長型股票，均發現長期而言價值型股票績效優於成長型股票。

本文探討台灣股市中成長型股票與價值型股票在過去 30 年的績效，並且也提供定期定額這種最普遍的存股方式之報酬來觀察成長股與價值股的長期存股績效。限於篇幅本文無法呈現各式各樣的其他存股方式之績效，但是從本文的研究結果可以得知，大致上來說台灣股市中價值型股票的績效明顯優於成長型股票，即使存股的方式有所不同，投資在價值型的股票還是會具有優勢。所以本文建議想要進行長期存股操作的投資人，簡單的投資策略就是買進價值型股票，或是投資價值型 ETF。至於何種價值型股票有較佳的表現？本文的結果顯示高淨值股價比類型的價值型股票會比市場討論聲量很高的高現金殖利率股票表現更佳。

參考文獻

王勁惟 (2019)。定存股之投資策略研究 (碩士論文)。國立中正大學，嘉義。

王雍智、張澤、戴宏廩 (2011)。風格投資—臺灣股市的實證。東海管理評論，13 (1)，1-46。

- 吳妍霏 (2019)。股票報酬與公司規模、淨值股價比、權益報酬率、資產成長之關係 (碩士論文)。淡江大學，新北市。
- 高嘉邦 (2017)。金融控股公司存股策略之研究 (碩士論文)。國立成功大學，台南。
- 洪榮華、雷雅淇 (2002)。公司規模、股價、益本比、市價淨值比與股票報酬關係之實證研究。管理評論，21 (3)，25-48。
- 陳莉芝 (2014)。整筆投資與定期定額投資之績效：基金特性的影響 (碩士論文)。國立高雄應用科技大學，高雄。
- 傅英芬、劉海清 (2014)。基金規模與投資績效-投資方式之觀點。中原企管評論，12 (2)，51-17。
- 鄭雍璋 (2018)。股利殖利率投資策略 (碩士論文)。淡江大學，新北市。
- 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*, 32(3), 663-682.
- Basu, S. (1983). The relationship between earnings' yield, market value and return for NYSE common stocks: Further evidence. *Journal of Financial Economics*, 12(1), 129-156.
- Capaul, C., Rowley, I. & Sharpe, W.F. (1993). International value and growth stock returns, *Financial Analysts Journal*, 49(1), 27-36.
- Chui, A.C.W. & Wei, K.C.J. (1998). Book-to-market, firm size, and the turn-of-the-year effect: Evidence from Pacific-Basin emerging markets. *Pacific-Basin Finance Journal*, 6(3-4), 275-293.
- Dichtl, H. & Drobetz, W. (2011), Dollar-cost averaging and prospect theory investors: an explanation for a popular investment strategy. *Journal of Behavioral Finance*, 12(1), 41-52.
- DeBondt, W., & Thaler, R. (1985). Does the stock market overreact? *Journal of Finance*, 40(3), 793-805.
- Dubil, R. (2005). Lifetime dollar-cost averaging: forget cost savings, think risk reduction. *Journal of Financial Planning*, 18(10), 86-90.
- Fama, E.F. and French, K.R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance*, 47(2), 427-465.
- Fama, E.F. and French, K.R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3-56.
- Froot, K., & Teo, M. (2008). Style investing and institutional investors. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(4), 883-906.
- Hirshleifer, D. (2001), Investor psychology and asset pricing, *Journal of Finance*, 56(4), 1533-1597.
- Hsu C.H., Lee K.C., Chang Y.P., & Fung H.G. (2015). Value versus growth: Taiwan evidence. *Managerial Finance*, 41(8), 845-856.
- Jegadeesh, N. & Titman, S. (1993). Returns to buying winners and selling losers: implications for stock market efficiency. *Journal of Finance*, 48(1), 65-91.
- Jegadeesh, N. & Titman S. (1999). Profitability of momentum strategies: An evaluation of alternative explanations, NBER Working paper 7159.
- Hur, J. & Singh, V. (2019). How do disposition effect and anchoring bias interact to impact momentum in stock returns? *Journal of Empirical Finance*, 53, 238-256.

- Kritzman, M. (1994) What practitioners need to know-about time diversification. *Financial Analysts Journal*, 71(1), 14–18.
- Krishnaswami, S., Spindt, P.A. & Subramaniam, V. (1999). Information asymmetry, monitoring and the placement structure of corporate debt. *Journal of Financial Economics*, 51(3), 407–434.
- Lakonishok, J., Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1994). Contrarian investment, extrapolation, and risk, *Journal of Finance*, 49(5), 1541–1578.
- Lakonishok, J. & Smidt, S. (1986). Volume for winners and losers: taxation and other motives for stock trading. *Journal of Finance*, 41(4), 951–974.
- Richardson, G.M. & Bagamery, B.D. (2011). Dynamic dollar-cost averaging. *Journal of Financial Service Professionals*, 65(2), 56-60.
- Rozeff, M.S. (1994). Lump-sum investing versus dollar-averaging. *Journal of Portfolio Management*, 20(2), 45–50.
- Sheu, H.J. & Ku, K.P. (1999). An empirical study of forecasting power of turnover and book-to-price for stock returns in Taiwan. *Advances in Pacific Basin Financial Markets*, 5, 325–336.
- Trainor, W.J., Jr. (2005). Within-horizon exposure to loss for dollar cost averaging and lump sum investing, *Financial Services Review*, 14, 319–330.