

探討不同定義盈餘的益本比， 於股市投資影響

陳煖婷*、黃馨慧**

一、起源

1977年學者 S.Basu 發表文獻指出，透過盈餘與股價形成的益本比投資，高益本比的股票報酬，顯著優於低益本比股票的報酬，開啟投資人運用益本比指標於股市投資。而後續 Pu Shen 於 2000 年研究文章中也指出極度低的益本比，將帶來不僅短期，甚至是長期較差的股票報酬，而 John Y. Campbell and Robert J. Shiller 兩位學者在 1980 年代提出的眾多文獻中，同樣證明低益本比股票，未來股價將顯著的衰退。從學術界眾多的研究成果，讓市場投資人了解盈餘與價格形成的益本比指標，能為股票投資帶來指引。

實際於應用上，由於財報存在不一樣的盈餘，當投資人建立益本比時，採用的盈餘也有所不同，大多數人採用最近一年的稅後盈餘，較容易理解與取得，但也有採用排除非經常性項目的盈餘等。諾貝爾經濟學家席勒（Robert J. Shiller），1998 年提出的循環性通膨調整的益本比指標，檢驗美國股市價格是否高估。其中盈餘資料，除了採用通貨膨脹調整後的盈餘，也參考葛拉漢證券分析建議，認為益本比中的盈餘，最適長度為 7 至 10 年，能包含一

段景氣循環期間，並且平滑特殊事件的影響，因此席勒採用 10 年平均通膨調整的盈餘，也吸引許多投資人採用。

那麼，對於投資人而言，面對各種不同意義的盈餘，應該如何選擇適用於台灣股市的盈餘資料，作為投資判斷的指標？本文整理 5 種不同的盈餘，包含「繼續營業部門稅前盈餘」、「繼續營業部門稅後盈餘」、「常續性稅後盈餘」、「稅後盈餘」以及「息前稅前盈餘」，透過建立盈餘與股價的益本比指標，投資台股市場。不僅如此，本文也參考席勒多年期盈餘平均值的概念，計算 3 年與 5 年的平均盈餘資料，也回測多年期平均盈餘益本比績效，藉此幫助投資人掌握適當的盈餘資料，建立益本比指標投資。

二、本文章測試方式說明

1. 盈餘與價格指標建立

本文分別測試「繼續營業部門稅前盈餘」、「繼續營業部門稅後盈餘」、「常續性稅後盈餘」、「稅後盈餘」以及「息前稅前盈餘」5 種盈餘資料，由於此 5 種盈餘包含的內容略有出入，代表的意義也有所差異。

*台灣經濟新報研究員。

**東吳大學國際經營與貿易所碩士生。

「稅後盈餘」，大多投資人考慮盈餘價格關係，最直接使用的盈餘資料，包含公司停業與非停業部門的損益，而「繼續營業部門稅前盈餘」與「繼續營業部門稅後盈餘」，則排除停業項目的影響，僅考慮公司繼續經營部分，包含公司本業及業外各方面經營能力。其中，稅前與稅後都列入回測的原因，主要考慮民國98年開始的兩稅合一制度，公司繳的稅，股東可享有扣抵額，因而成為股東選股的考慮因素之一。假若有兩稅合一制度下，股東僅需考慮稅前盈餘，若無兩稅合一，股東則需考慮稅後的盈餘。因此，本文同時對於繼續經營部門的稅前與稅後盈餘進行回測。

「常續性稅後盈餘」，資料來源為台灣經濟新報，一樣排除停業部門損益，但更進一步的排除一次式損益的影響，如處分資產或處分投資損益等項目，讓盈餘更接近公司正常經營所賺得的收益。最後「息前稅前盈餘」，則是以繼續營業部門的稅前盈餘，將利息支出金額加回盈餘，是研究上常用的盈餘資料。

本文透過此5種盈餘資料，當每年年報公告後，取當年度的盈餘資料，搭配模擬策略進場時的市值，計算益本比，作為本文回測的指標。另外，本文也參考席勒益本比的盈餘運用多年期平均概念，採用一段期間的平均盈餘計算益本比，分別為3年平均與5年平均的盈餘，同樣搭配進場時市值，計算平均盈餘下的益本比，建立盈餘與價格指標。

2. 測試方式

本文希望了解何種盈餘的益本比，對於台股市場投資較為有效。測試方式上，依前段所描述的盈餘，與股價資料結合為益本比，再將台灣上市上櫃股票的益本比資訊（排除金融、產壽險、證券產業），由大到小分為10組，第1組為高益本比組，反之第10組為低益本比組。表一呈現以當年度的盈餘計算的益本比，分為1-10組的結果，第1組為最高益本比組，第10組則為最低益本比組，甚至為負值。表二與表三，則分別採用3年與5年的平均盈餘資料計算益本比，同樣以大到小分組，第1組同樣為高益本比組，第10組則為低益本比組。

表一：不同盈餘的益本比分組，各組別平均益本比數值

組別	繼續營業稅前盈餘 益本比(%)	繼續營業稅後盈餘 益本比(%)	本期稅後盈餘 益本比(%)	常續性稅後盈餘 益本比(%)	息前稅前盈餘 益本比(%)
1	17.31	14.72	14.10	13.81	20.14
2	11.41	9.34	9.08	9.01	12.64
3	9.54	7.87	7.70	7.58	10.62
4	8.04	6.68	6.54	6.36	9.00
5	6.58	5.48	5.38	5.15	7.51
6	5.03	4.16	4.10	3.81	5.97
7	3.06	2.49	2.48	2.02	4.15
8	-0.33	-0.60	-0.46	-1.17	1.21
9	-9.24	-9.36	-8.97	-9.08	-6.41
10	-103.91	-105.67	-102.35	-95.62	-84.24

表二：3年平均各種盈餘的益本比分組，各組別平均益本比數值

組別	3年平均 繼續營業稅前盈餘 益本比(%)	3年平均 繼續營業稅後盈餘 益本比(%)	3年平均 稅後盈餘 益本比(%)	3年平均 常續性稅後盈餘 益本比(%)	3年平均 稅前息前盈餘 益本比(%)
1	15.94	13.17	12.60	12.46	18.24
2	10.95	8.97	8.74	8.56	12.03
3	9.03	7.46	7.30	7.14	9.93
4	7.58	6.28	6.16	5.96	8.37
5	6.21	5.16	5.06	4.83	6.97
6	4.83	4.02	3.95	3.68	5.57
7	3.17	2.60	2.60	2.21	4.02
8	0.44	0.12	0.23	-0.40	1.71
9	-6.21	-6.42	-6.19	-6.70	-3.48
10	-98.14	-99.07	-98.05	-93.75	-77.34

表三：5年平均不同盈餘的益本比分組，各組別平均益本比數值

組別	5年平均 繼續營業稅前盈餘 益本比(%)	5年平均 繼續營業稅後盈餘 益本比(%)	5年平均 稅後盈餘 益本比(%)	5年平均 常續性稅後盈餘 益本比(%)	5年平均 稅前息前盈餘 益本比(%)
1	15.63	12.91	12.34	12.31	18.25
2	10.53	8.65	8.44	8.24	11.98
3	8.59	7.06	6.92	6.72	9.81
4	7.11	5.89	5.79	5.57	8.17
5	5.82	4.84	4.75	4.52	6.76
6	4.57	3.80	3.77	3.47	5.46
7	3.13	2.58	2.57	2.25	4.00
8	-1.72	0.64	0.69	0.19	2.13
9	-4.36	-4.60	-4.48	-4.99	-1.87
10	-87.43	-89.46	-87.29	-84.96	-66.10

分組後，模擬投資，每年年報公告後進場，持有一年更換樣本，本文回測樣本考量金融、保險與產壽險為特殊產業，與一般公司經營較有不同，因此排除於本文的測試樣本。模擬投資由2000年5月開始進場，重複操作至

最後一次進場2018年4月，報酬率計算則由2000年5月開始計算至2019年3月，共計模擬投資19年，詳細進場時間、持有期間與樣本總數顯示於表四。

表四：進場時間、報酬率計算時間、測試總樣本數

年報公布日	換股日	持有期間	共計月份	排除金融/保險/產壽險樣本數
2000/4/28	2000/5/2	2000/5-2001/4	12	684
2001/4/30	2001/5/2	2001/5-2002/4	12	798
2002/4/30	2002/5/2	2002/5-2003/4	12	914
2003/4/30	2003/5/2	2003/5-2004/4	12	997
2004/4/30	2004/5/3	2004/5-2005/4	12	1,074
2005/4/29	2005/5/3	2005/5-2006/4	12	1,123
2006/4/28	2006/5/2	2006/5-2007/4	12	1,151
2007/4/30	2007/5/2	2007/5-2008/4	12	1,209
2008/4/30	2008/5/2	2008/5-2009/4	12	1,210
2009/4/30	2009/5/4	2009/5-2010/4	12	1,222
2010/4/30	2010/5/3	2010/5-2011/4	12	1,243
2011/4/29	2011/5/3	2011/5-2012/4	12	1,294
2012/4/30	2012/5/3	2012/5-2013/3	11	1,364
2013/3/29	2013/4/1	2013/4-2014/3	12	1,400
2014/3/31	2014/4/1	2014/4-2015/3	12	1,461
2015/3/31	2015/4/1	2015/4-2016/3	12	1,502
2016/3/31	2016/4/1	2016/4-2017/3	12	1,552
2017/3/31	2017/4/3	2017/4-2018/3	12	1,586
2018/3/30	2018/4/2	2018/4-2019/3	12	1,620

註：台灣 2012 年財報的公告日修改為每年 3 月底公告，本測試一併調整進場時間為 4 月。

三、回測結果

本文將 19 年模擬投資回測結果於本段討論，績效分別於表五、表六、表七顯示。首先，討論以這 5 種盈餘當年資料計算的益本比結果，其次則討論以 3 年平均、5 年平均盈餘計算的益本比投資績效。

1. 5 種不同盈餘的益本比，投資回測結果

以 5 種不同盈餘的益本比模擬投資，表五顯示投資績效。表五資料中，不同盈餘益本比下，由於第 1、2 組績效大多優於其他各組，且第 10 組績效大多為最差，買進第 1 組股票，放空第 10 組股票，避險報酬都為正報

酬，證明益本比指標能分出好壞股票，其中常續性稅後盈餘下的益本比，避險報酬高達約 9.47%，優於其他盈餘的益本比，表現最佳。

其次，比較不同的盈餘下，益本比投資效果。同樣由表五資料顯示，以最高益本比第 1 組來看，常續性稅後盈餘的益本比，可獲得較佳的年化報酬率，為 9.70%，其次，息前稅前盈餘的益本比，約為 8.71%。而投資人最常用的稅後盈餘益本比，則為所有不同盈餘益本比中，表現最差的，僅有 7.71%。此結果顯示，投資人選擇盈餘的指標，應該排除公司處分停業部門的影響，並且將一次式處分資產或投資損益的部分也排除，僅考慮正常經營下的盈餘

衡量，最為有效。

由本段回測結果來看，在台灣股市中，益

本比指標確實能做投資決策的參考，投資人應該選擇高常續性稅後盈餘下的益本比股票，會優於低常續性稅後盈餘的益本比股票。

表五：不同盈餘下的益本比，分組投資績效（2000/5-2019/4）

組別	年化報酬率(%)				
	繼續營業稅前盈餘 益本比	繼續營業稅後盈餘 益本比	本期稅後盈餘 益本比	常續性稅後盈餘 益本比	息前稅前淨利 益本比
1	8.66	8.00	7.71	9.70	8.71
2	10.02	9.20	9.97	10.05	11.50
3	6.66	8.43	8.51	7.07	8.66
4	7.79	6.15	6.27	7.11	6.54
5	5.29	6.39	6.67	4.92	5.56
6	5.14	4.23	2.65	5.07	3.70
7	3.35	3.71	3.91	2.10	3.19
8	6.44	2.53	2.38	3.34	1.07
9	2.22	2.34	2.86	1.54	1.37
10	0.37	0.11	0.17	0.23	0.66
避險 報酬	8.30	7.90	7.54	9.47	8.05
相關 係數	0.73	0.70	0.65	0.65	0.59

註 1：避險報酬為買進第 1 組放空第 10 組的績效。

註 2：相關係數為各組別之年化報酬率，與各組別平均益本比之相關程度。

2.3 年平均與 5 年平均盈餘的益本比，投資回測效果

接著，考慮多年期平均盈餘計算的益本比資料，作為模擬投資的指標，表六顯示 3 年平均盈餘的益本比投資結果，而表七則為 5 年平均盈餘的益本比投資績效。

同樣檢視表六與表七資料，無論是以 3 年平均盈餘，或是 5 年平均盈餘，所有益本比指標下，前面第 1、2 組的投資績效，大多

明顯優於後面組別，且避險報酬皆為正值，表示高益本比指標的投資績效，皆優於低益本比的投資績效，也符合本文開頭提及 S.Basu 學者的研究。因此，從前段表五，本段表六與表七的績效來看，益本比對於選股的判斷，是有效且一致。

其次，比較各種 3 年平均盈餘的益本比投資效果。同樣以第 1 組來看，投資績效最為優異為 3 年平均息前稅前盈餘的益本比，其 19 年模擬下，年化報酬率為 10.15%，第 2 名則

為3年平均常續性稅後盈餘的益本比，投資年化報酬率為9.48%。若以表七，5年平均盈餘的益本比投資績效來看，高益本比的第1組中，依舊為5年平均的常續性稅後盈餘與息前稅前盈餘，投資績效較佳，年化報酬率分別為10.9%與11.18%。

總結前段採用當年盈餘的益本比，與本段3年平均或5年平均的益本比投資結果，常續性稅後盈餘，與息前稅前盈餘的益本比，後續投資的結果都較為優異，優於採用其他盈餘的績效。因此建議投資人，採用益本比指標投資台股時，可考慮以此兩種盈餘，作為投資時益本比的分子項。

表六：3年平均各種盈餘的益本比，分組投資績效（2000/5-2019/4）

組別	年化報酬率(%)				
	3年平均 繼續營業稅前盈餘 益本比	3年平均 繼續營業稅後盈餘 益本比	3年平均 稅後盈餘 益本比	3年平均 常續性稅後盈餘 益本比	3年平均 息前稅前盈餘 益本比
1	9.39	9.07	9.36	9.48	10.15
2	10.42	10.64	10.14	10.52	10.22
3	7.74	6.88	7.53	7.61	9.29
4	7.40	7.14	6.60	5.98	6.96
5	4.69	5.62	5.82	6.25	4.25
6	3.06	2.93	2.41	2.50	3.45
7	1.99	1.73	2.08	1.58	1.61
8	1.32	1.37	1.83	2.27	1.92
9	3.59	4.46	4.17	4.25	2.76
10	0.35	0.42	0.42	-0.03	-0.49
避險 報酬	9.04	8.65	8.94	9.51	10.64
相關 係數	0.58	0.56	0.57	0.60	0.65

註1：避險報酬為買進第1組放空第10組的績效。

註2：相關係數為各組別之年化報酬率，與各組別平均益本比之相關程度。

表七：5年平均各種盈餘的益本比，分組投資績效（2000/5-2019/4）

組別	年化報酬率(%)				
	5年平均 繼續營業稅前盈餘 益本比	5年平均 繼續營業稅後盈餘 益本比	5年平均 稅後盈餘 益本比	5年平均 常續性稅後盈餘 益本比	5年平均 息前稅前盈餘 益本比
1	10.34	9.94	10.31	10.90	11.18
2	9.74	9.57	9.59	10.18	10.25
3	8.72	9.56	9.88	8.42	9.60
4	6.24	5.42	4.34	6.45	6.48
5	4.39	4.84	4.97	4.38	4.43
6	3.91	2.96	3.19	2.97	3.66
7	1.57	2.67	2.20	1.92	0.87
8	0.65	0.29	0.89	0.32	2.48
9	4.64	5.39	5.41	5.08	1.71
10	0.95	0.66	0.57	0.88	0.66
避險 報酬	9.39	9.28	9.74	10.02	10.52
相關 係數	0.54	0.53	0.52	0.50	0.57

註1：避險報酬為買進第1組放空第10組的績效。

註2：相關係數為各組別之年化報酬率，與各組別平均益本比之相關程度。

最後，無論以當年度盈餘、3年平均抑或是5年平均的盈餘，其益本比投資下，常續性稅後盈餘與息前稅前盈餘，投資結果皆名列前茅。接著進一步討論，投資人應該考慮何種期間的盈餘，較為適合？

表八將投資效果較佳的常續性稅後盈餘與息前稅前盈餘，各種期間的投資績效整合比較，從高益本比的第1組績效發現，採用5年平均盈餘益本比，其投資結果都優於其他期間

盈餘的投資績效。此結果表示投資人應該考慮，以5年平均盈餘益本比作為投資的指標，能獲得的績效較佳。

此結果也符合諾貝爾經濟學家席勒多年期平均的想法，5年平均的盈餘資料，考慮20個季度，期間長較能排除單一期特別好或特別差的影響，讓益本比資料更準確判斷好壞股票。因此計算益本比時，應該優先考慮5年平均的盈餘資料。

表八：比較多年期別常續性稅後盈餘，與息前稅前盈餘益本比投資效果

組別	年化報酬率(%)					
	常續性 稅後盈餘 益本比	3年平均 常續性 稅後盈餘 益本比	5年平均 常續性 稅後盈餘 益本比	息前稅前盈餘 益本比	3年平均 息前稅前盈餘 益本比	5年平均 息前稅前盈餘 益本比
1	9.70	9.48	10.90	8.71	10.15	11.18
2	10.05	10.52	10.18	11.50	10.22	10.25
3	7.07	7.61	8.42	8.66	9.29	9.60
4	7.11	5.98	6.45	6.54	6.96	6.48
5	4.92	6.25	4.38	5.56	4.25	4.43
6	5.07	2.50	2.97	3.70	3.45	3.66
7	2.10	1.58	1.92	3.19	1.61	0.87
8	3.34	2.27	0.32	1.07	1.92	2.48
9	1.54	4.25	5.08	1.37	2.76	1.71
10	0.23	-0.03	0.88	0.66	-0.49	0.66
避險 報酬	9.47	9.51	10.02	8.05	10.64	10.52
相關 係數	0.65	0.60	0.50	0.59	0.65	0.57

註 1：避險報酬為買進第 1 組放空第 10 組的績效。

註 2：相關係數為各組別之年化報酬率，與各組別平均益本比之相關程度。

四、結論

盈餘與價格形成的益本比指標，是投資人決策時，很常運用的參考依據，然而該用哪一種盈餘建立的益本比指標，是投資人在使用前須關心的。本文以 5 種不同的盈餘，建立益本比指標，並以此指標作為選股判斷的依據，建立高低益本比投資組合，持有一年換股一次，連續模擬 19 年，希望透過回測結果，協助投資人選擇適當有效的盈餘。

在本文的回測可知，益本比指標對於投資台灣股市是適用的，高益本比的組合，其績效優於低益本比的組合，而文中的各種益本比回

測的避險報酬，皆為正值，顯示益本比指標對於分出好股票與壞股票是有鑑別度的，此結果也符合本文前言提及 S.Basu、Pu Shen 等學者的研究結果。

而所有 5 種的盈餘中，常續性稅後盈餘與息前稅前盈餘，建立的益本比，績效是優於其他的盈餘。若僅考慮當年的盈餘，常續性稅後盈餘的益本比，投資績效是優於其他盈餘的績效；若以 3 年平均或 5 年平均的盈餘益本比，息前稅前盈餘的投資績效則為最佳。因此，盈餘上的選擇，可考慮常續性稅後盈餘與息前稅前盈餘。

此外，本文也發現，5年平均的常續性稅後盈餘，與息前稅前盈餘形成的益本比，其投資績效都優於當年或3年平均盈餘的效果，顯示盈餘若包含一段較長期間，因為經歷景氣循環的考驗，選出的股票更具有實力，投資效果

更佳，所以採用5年平均的盈餘資料，計算益本比作為投資指標，是更能加分的選項。最後，希望透過本文的回測，能讓投資人建立益本比指標時，選擇有效的盈餘資料，增加於台股市場獲利的機會。

參考文獻

1. S.Basu (1977), Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price- Earnings Ratios : A test of the Efficient Market Hypothesis, The Journal of Finance Vol. 32, No. 3 (Jun., 1977), pp.663-682.
2. Campbell, J. Y., and R. J. Shiller (1998), Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook. The Journal of Portfolio Management, 24 (Winter 1998), pp. 11-27.
3. Pu Shen (2000), The P/E ratio and stock market performance, Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City, issue Q IV, pages 23-36.