

東海大學管理碩士在職專班（研究所）

碩士學位論文

淨流動資產價值投資法於台灣股市之驗證

Testing Net Current Asset Value Strategy in Taiwan

指導教授：徐啟升 博士

研究生：周莎涵 撰

中華民國 101 年 6 月

致 謝

兩年前，在張俊明學長的鼓勵與建議下，報考了東海EMBA，光陰似箭，轉眼間兩年的研究所學生生涯即將結束。猶記當初入學時的興奮心情，但也隨著時間的流逝而漸漸沉澱下來，取而代之的是以積極認真學習的心態，面對這兩年研究所生涯。回憶起這兩年來的點點滴滴，感恩之心油然而生。首先，我必須感謝徐啟升博士的諄諄教導論文撰寫與技巧，使得此篇論文得以順利完成。並感謝口試委員鄭揚耀博士與王凱立博士於百忙中抽空審閱論文，並對本論文的內容及架構給予許多寶貴的意見與指正，使得本論文更完整而嚴謹，順利付梓，在此致上最深的感謝。

此外，要再次感謝王凱立主任這兩年的研究生涯；自入學一路陪伴與鼓勵直至我的論文完成，其次由衷的感謝諸位師長在課堂上的教授，以及我最親愛的同學們，由於你們無私的分享及經驗的交流，更豐富了我這兩年研究所的學習生涯。與你們同窗學習是很幸福的，還有你們燦爛的笑容與歌聲讓這兩年的同窗生涯更顯得絢麗多彩，於此誠摯的感恩！有你們真好！

最後，要感謝我的母親、先生、小孩及我的工作團隊們，在修課這段期間，你們的體諒與配合，讓我得以在工作、家庭、學業三方面兼顧，甚至在論文接近完成的階段，在家人溫暖關懷及協助下，讓我得以無後顧之憂，以無比的毅力克服一切困難，甚至於到最後，口試前連續三天不眠不休堅持奮鬥，如今終能順利完成碩士學位。於此，謹以此文獻給我摯愛的母親與家人，以及所有曾協助與關心我的好朋友們，感謝你們！祝福你們！我要與你們共同分享成功的果實。

周莎涵 謹誌於
東海大學 EMBA
一百零一年六月

論文名稱：淨流動資產價值投資法於台灣股市之驗證

校所名稱：東海大學管理碩士在職專班(研究所)

畢業時間：2012年6月

研究生：周莎涵 指導教授：徐啟升

論文摘要：

本研究旨在驗證葛拉漢之淨流動資產價值投資(NCAV)法是否適用於台灣股市，自 2000 年 5 月 1 日起，以台灣上市、上櫃公司之股票為研究對象，篩選出符合 NCAV 條件之個股，形成投資組合並持有 1 年。再於次年 5 月 1 日形成新的投資組合，買入新成份股，賣出已不符合條件之舊成份股，如此重複至 2010 年 5 月 1 日進行最後一次篩選。同時，分別就均等加權及價值加權計算投資組合月平均報酬率，並分別考慮手續費及證券交易稅，藉以計算投資組合之買進持有平均報酬率與於買進持有平均異常報酬率，作為驗證 NCAV 投資法於台灣股市有效性之準據。

本文實證結果發現，應用 NCAV 法所篩選出之投資組合，其長期持有年平均報酬率，不論係採均等加權或是價值加權計算投資組合月平均報酬率，及不論是否有考慮交易成本(含交易稅與交易手續費)，均明顯優於大盤的報酬率。其次，利用 CAPM 模型驗證月平均異常報酬，亦發現以 NCAV 法所篩選出之投資組合享有正向異常報酬。是故，本文實證結果支持 NCAV 應用於台灣股票市場之有效性。

關鍵詞：價值型股票、均等加權、價值加權、淨流動資產價值法

Title of Thesis : Testing Net Current Asset Value Strategy in Taiwan

Name of Institute : Tunghai University Executive Master of Business Administration

Graduation Time : 06/2012

Student Name : Chou, Sha-Han

Advisor Name : Hsu, Chi-Sheng

Abstract

This study examines whether the Benjamin Graham's net current asset value (NCAV) strategy applies to the Taiwan stock market. At the beginning of every May, from 2000 to 2010, we construct a portfolio of stocks satisfying the NCAV strategy, calculate its monthly returns, and reform it annually. We find, under either equal-weighted or value-weighted monthly return, the annualized buy-and-hold return of the NCAV portfolio is significantly higher than that of the stock market index. In addition, using the CAPM model, we find the NCAV portfolio earns significantly positive monthly average abnormal return. Our results provide support for the effectiveness of NCAV strategy in Taiwan's stock market.

Key words: Value Stock; Equal Weighted; Value Weighted; Net Current Asset Value Strategy.

目 次

	頁次
第一章 緒論	1
第二章 文獻回顧	4
第三章 資料與研究方法	6
第四章 實證結果與分析	8
第五章 結論	12
參考文獻	13
中文文獻	13
英文文獻	14
附錄(一) 篩選買進投資組合公司明細	15

表 次

	頁次
表4-1 投資組合相對大盤報酬率比較分析表.....	8
表4-2 CAPM模型之月平均異常報酬實證結果.....	9
表4-3 由NCA法篩選之投資組合公司敘述統計表.....	10
表4-4 由NCA法篩選出之投資組合之各公司之產業特性分布表.....	11

第壹章 緒論

班哲明·葛拉漢(Benjamin Graham)於1894年生於倫敦，1914年自哥倫比亞大學畢業後，隨即進入證券經紀商紐伯格公司(Newburger Henderson & Loeb)擔任統計分析的工作，1923年離職後，自己創立一家私人基金公司(葛蘭赫公司)，自此開始了他的證券投資事業。葛拉漢首創價值型投資，他的投資策略主張買進價值被低估的股票。葛拉漢自1930年代至1956年間，運用淨流動資產價值法(Net Current Asset Value, NCAV)的投資策略，篩選出價值型股票(Value Stocks)的投資組合，創造極優異的投資報酬率，因此葛拉漢被投資者推崇為價值投資之父。葛拉漢與其學生大衛·陶德(David L. Dodd)於1934年合著「證券分析」(Security Analysis)一書中，將其價值投資的概念及其系統分析的方法作一完整的論述，並建議投資者利用淨流動資產價值法做為投資準則。

多數學者在探討股票市場投資策略的選擇，大多會探討成長型股票或價值型股票投資績效之差異，文獻指出，成長型股票(Growth Stocks)是指獲利超出平均水準、具備持續競爭能力及成長潛力大之上市櫃公司的股票，投資者買進這類股票主要為分享公司成長過程中帶來的利益。此類股票之本益比高、帳面市值比低，其股票價格居高不下，係反映出投資人對未來獲利能力的信心。另一方面，價值型股票則是指目前公司營運狀況不佳，且未來成長前景亦不被看好之公司的股票，此類公司通常承擔較高之財務困境成本，且具低本益比、高帳面市值比之特性；投資人買進價值型股票，多半著眼於該股票有補漲行情，預期股價未來應可反映其基本面而走高。葛拉漢認為股票市場之交易行為來自於人類容易受情緒與群體思考的影響；短期內，在股票市場的投資者會因為情緒與群體思考的影響，而導致有股票被高估或低估之情形發生；但長期而言，投資人持有的股票價格會愈接近股票真實的價格，投資者預期的獲利亦隨之明朗。因而能讓投資者賺取極高的獲利。

葛拉漢運用淨流動資產價值投資(NCAV)法，篩選出價值型股票投資組合，於1930年至1956年，計投資30年期間獲取約20%之平均年報酬率；Thorp (2010)指出若於1970年至1983年之間，運用葛拉漢NCAV法，並且每年重組，可獲取高達29.4%之平均年報酬率。葛拉漢將淨資產價值定義為流動資產減總負債，並主張NCAV投資策略之篩選條件為買進的股票價格應低於2/3的每股淨資產價值；依NCAV選股策略所篩選出的投資組合，其股票價格遠低於實際價值，因而投資者有超額之投資報酬。葛拉漢指出購買實際價值被低估的股票(價值型股票)，可有優於大盤的投資報酬，其原因有三：(一)為在追求公司價值最大化的目標下，經理人會(或被迫)追求效率經營，避免過度投資或投資不足；(二)如若公司被併購，則被併購公司通常高於公司清算價值；(三)即使公司以清算價格被併購，併購價格仍高於投資者買入股票時之價格。

然而，葛拉漢提出淨流動資產價值投資法已約30年了，若投資者據以採用並獲取超額報酬，則其投資效應亦應已被資本市場所證實。是故，如果市場的確具有效率性，則此一淨流動資產價值投資法應已屬公開訊息，且早已反映在股價上，現應已無淨流動資產價值投資效應之存在。然而，淨流動資產價值策略至今仍然被奉為投資策略之有效準則，則似乎又反證效率市場之有效性。因此，本文之目的乃在於驗證淨流動資產價值投資法，於現今資本市場高度競爭的情況下，是否仍有效地運用在台灣股票市場，以作為投資者之投資參考。

在實證作法上，本文採前述之作法，於2000年5月1日至2011年4月30日間，以台灣全體上市、上櫃公司為樣本，依葛拉漢定義之淨資產價值投資策略篩選出價值型投資組合，並計算此11年之年平均報酬率，驗證是否NCAV法可否應用於台灣股市。另外，NCAV之定義係採流動資產減去總負債，再除於流通在外股數，然後買進股價小於自身NCAV之三分之二的股票；惟以現今台灣公司之資本結構來看，要找出流動資產高於總負債之上市、上櫃公司，恐微乎其微。因此，本文將上述NCAV法內之總負債改以流動負債及長期負債之和取代，期望依此條

件驗證 NCAV 法之有效性。

本文實證結果發現，自 2000 年至 2011 年應用 NCAV 法所篩選出之投資組合，其長期持有年平均報酬率，不論係採均等加權(equal-weighted)或是價值加權(value-weighted)計算投資組合月平均報酬率，及不論是否有考慮交易成本(含交易稅與交易手續費)，投資組合之長期持有平均年報酬率均明顯優於大盤的報酬率。然而，投資者在買進賣出投資組合內之各成分股票時，實際上是必須負擔手續費與證券交易稅，因此實證發現，進行投資買賣股票時的交易成本，確實會影響投資組合之投資報酬率。

本文之章節安排如下說明：第壹章為緒論，說明本文之研究背景、研究動機、目的與貢獻；第貳章為文獻回顧，為淨流動資產價值法及價值型股票之相關理論基礎驗證分析與文獻回顧。第參章為資料與研究方法，說明本研究之資料來源、實施程序與資料篩選及各研究變數來源，據以建構實證模型。第肆章為實證結果與分析，為淨資產價值型股票與大盤指數之報酬率的實證分析。第伍章為結論，總結前述實證分析之主要發現並作成結論，並說明後續之研究方向。

第貳章 文獻回顧

葛拉漢認為價值投資為投資策略之第一準則，並主張價值投資首重資本的安全性；其次，主張需在公司之資產能力與獲利能力上審慎評估，以確實建立安全邊際(margin of safety)；並強調分散投資的重要性，進而才会有合理且可預期的投資報酬率。葛拉漢(Graham,1959)在他另一本著作“智慧的投資人 (the intelligent investor)”一書中亦指出，投資人在買進投資標的時，應遵守以下四大原則：(一)買進的股票價格應低於每股淨資產價值的 2/3、(二)公司每股盈餘為正數、(三)上一個年度公司營運現金流量為正數及(四)公司的負債比例小於 50%等。若能依上述條件運用在選股策略上，且確實評估股票實際的內在價值，則可藉以降低投資風險，並達到提升價值投資的預期報酬。

葛拉漢(Graham,1976)在 Newman Corporation 的經營會報上發表，利用 NCAV 策略篩選出價值型股票的投資組合，在 1956 年到 1986 年之 30 年期間，獲取年平均報酬率約 20%，此即說明了運用淨流動資產價值策略所篩選出之投資組合可以獲得較高之投資報酬。Oppenheimer (1986)利用紐約證券交易所 (NYSE) 與美國證券交易所 (AMEX) 之全體股票為樣本，並以 1971 年到 1983 年為樣本期間，藉以探討以 NCAV 法篩選出的投資組合是否享有超額報酬；其實證發現投資組合的月報酬率平均達到 1.46% (每年約 13%)，若與小型公司加權指數比較，其投資組合的月異常報酬率亦達到 0.67% (每年約 8%)，顯示 NCAV 法之有效性。Bildersee, Cheh, and Zutshi (1993)以東京證券交易所上市公司為樣本，並以 1975 年到 1988 年為樣本期間，實證發現採取 NCAV 法所產生的投資組合報酬率顯著高於大盤的報酬率，其月平均異常報酬率約為 1%(每年約 13%)，亦支持 NCAV 法之有效性。

此外，Xiao and C. .Arnold (2008)則以英國倫敦證券交易所之全體股票為研究樣本 (其中包含已下市、櫃公司之股票亦列入回測)，探討於 1981 年至 2005 年期間應用 NCAV 法進行投資之有效性。他們實證發現若於依 NCAV 法形成投資組合後持有一年後再重組，則可獲得均等加權平均年買進持有異常報酬率 10.7%，或

價值加權平均年買進持有異常報酬率 9.5%；若每年於依 NCAV 法形成投資組合後持有五年後，則可獲得均等加權平均年買進持有異常報酬率 116.8%，或價值加權平均年買進持有異常報酬率 107.6%；是故，支持 NCAV 法之有效性。

由以上文獻得知，投資者採用淨流動資產價值策略的投資組合，不論在均等加權或價值加權相對大盤的報酬率皆存在顯著超額報酬。然而，於台灣上市櫃股票市場尚無運用 NCAV 法之相關實證文獻；因此，本文就相關價值投資之文獻予以彙整，藉以進一步驗證 NCAV 法之價值投資觀念與架構；將有助於本研究實證假說之推導。有關價值投資驗證之研究如；楊宗文(1997)、吳璟昇(1997)、劉秉龍(2002)、沈孟軒(2003)、陳巧玲(2004)、潘紹華(2006)均指出，無論是以本益比(P/E)、股價淨值比(P/B)或是股價營收比(P/S)來衡量，價值型投資組合皆有突出之績效表現；且不論處於何種市場，價值股投資組合的報酬率均優於大盤及成長型投資組合之股價報酬，其中又以在空頭市場時期的價值效應較多頭市場時期明顯。同時，亦實證發現，價值股投資組合具有相對抗跌之特性。余傑敏(1995)進一步指出，台灣股市並不存在規模效應；然而卻存在著帳面市值比的效應。黃元裕(2003)也證實，價值投資的精神應重視公司營運基本面的績效表現，在美國的股票市場投資實務中，基金經理人亦以價值投資之精神為選股策略，而非僅在意短期股票價格或是市場的波動走勢。吳采真(2008)，進一步將價值型投資組合與成長型投資組合檢驗於不同市場下，加入風險績效評估（S1：買進價值股，S2：買進成長股；賣出價值股，S3：投資定存，S4：買進價值股；賣出成長股）四項投資策略，研究顯示價值型股票的投資報酬率長期而言依然擊敗成長股，擁有絕對報酬；而且研究進一步證明，台灣價值溢酬（Value Premium）不受股市循環週期的影響。

綜上所述，本研究以台灣全體上市櫃公司為研究對象，將 NCAV 之定義為流動資產減去流動負債及長期負債，再除於流通在外股數，並依 NCAV 投資策略之篩選條件，買進股票價格低於 2/3 的每股淨資產價值的股票，藉以驗證 NCAV 法於台灣股市之有效性。

第叁章 資料與研究方法

本研究旨在驗證葛拉漢之淨流動資產價值投資法是否適用於台灣股市。因此本研究以台灣股票市場之上市公司為主要研究對象，研究期間自2000年至2011年止，共計11年。資產負債表的結算期間雖為每年的1月1日至12月31日。但在台灣的財報公佈日期為每年的4月30日，因此設定篩選條件期間為每年的5月1起至隔年的4月30日止為一個週期。

在實證方法上，於t年5月1日時，本文以台灣全體上市、上櫃公司為檢測樣本，篩選出NCAV值後，除以總市值，其值大於或等於1.5（亦即，篩選個股條件為流動資產減流動負債減長期負債；再除以總市值後，其值大於或等於1.5），形成投資組合，買入該投資組合之股票，並持有至t+1年4月底。以上程序皆於每年4月底重複，並於次年5月1日形成新的投資組合(每年重組，annually reformed)，買入新成份股，賣出已不符合條件之舊成份股。同時，分別就均等加權及價值加權計算投資組合月平均報酬率，並分別考慮手續費及證券交易稅，藉以計算投資組合之買進持有平均報酬率與於買進持有平均異常報酬率，作為驗證NCAV投資法於台灣股市有效性之準據。

另外，本研究再利用CAPM模型，檢測每樣本年度所選出的投資組合，相對大盤是否有超額的異常報酬存在。一般在計算投資組合平均異常報酬率時，經常採用均等加權平均報酬率，還有價值加權平均報酬率兩種方式。Loughran and Ritter(2000)主張採取均等加權平均報酬率，認為異常報酬的發生大多來自於小型股，若採價值加權平均報酬率，會提高大型公司報酬率之比重，因而低估了異常報酬。然而，Fama(1998)認為採用均等加權平均報酬率會為小公司帶來較高的影響力，造成不良模型問題，改採用價值加權平均報酬率，則較能正確地反應投資行為的財富變動狀況，故倡議採用價值加權平均報酬率較為合適；採用價值加權平均報酬率來計算異常報酬，也比較符合實際投資時的資金分配比例狀況。是以，

本研究在進行 CAPM 模型驗證時，並用均等加權平均報酬率，還有價值加權平均報酬率兩種方式，將每年度投資組合內樣本公司之月報酬率做為原始資料，計算出每年度該投資組合的均等加權平均月報酬率、價值加權平均月報酬率做為迴歸式之原始變數。

根據 CAPM，任一有價證券 i 的預期報酬率為：

$$E(R_i) = R_f + \beta_i \times [E(R_m) - R_f] \quad (1)$$

式中， R_f 為無風險利率，以台灣前五大銀行之一個月期定期存款平均利率衡量； β_i 為衡量系統風險之大小， $E(R_m)$ 為市場投資組合期望報酬率， $E(R_m) - R_f$ 代表市場風險溢酬。然而實務上，我們僅能估計事後（已實現）報酬率，故可改以指數模型（index model）衡量：

$$R_p - R_f = \alpha_p + \beta_p \times (R_m - R_f) + e_i \quad (2)$$

式中， R_p 為利用 NCAV 所篩選出之投資組合的月均等加權報酬率或月價值加權平均報酬率； R_m 為已實現市場投資組合報酬率，其月報酬以當月全體上市與上櫃公司之價值加權平均報酬率衡量。若 CAPM 成立，則上式中之 α 代表異常報酬（即為期望報酬率與必要報酬率之差額），其平均值應為零。換言之，若截距項 α 值呈顯著正向，則可論葛拉漢之淨流動資產價值投資法適用於台灣股市，若截距項 α 值呈顯著負向或不顯著，則可推論葛拉漢之 NCAV 法並不適用於台灣股市

第肆章 實證結果與分析

本文以 2000 年至 2011 年為研究期間，運用 NCAV 法對台灣上市、上櫃公司之股票進行篩選，期藉由長期之驗證得以證實 NCAV 法於台灣股市之有效性。表 4-1 為應用 NCAV 法所篩選出之投資組合，其長期持有年平均報酬率。表 4-1 顯示，不論係採均等加權或是價值加權計算投資組合月平均報酬率，不論是否有考慮交易成本(含交易稅與交易手續費)，投資組合之長期持有平均年報酬率均明顯優於大盤的報酬率。例如，於採價值加權計算投資組合月平均報酬率下，同時考量手續費及證券交易稅，則利用 NCAV 法所篩選出之投資組合享有長期持有平均年報酬率達 13.07%，相對於大盤之年化異常報酬率達 12.68%；同樣地，於採價值加權計算投資組合月平均報酬率下，同時考量手續費及證券交易稅，則利用 NCAV 法所篩選出之投資組合享有長期持有平均年報酬率達 24.12%，相對於大盤之年化異常報酬率達 23.73%；均等加權考量交易成本，其投資組合相對大盤的年報酬率達 24.12%，年化異常報酬達 23.73%。此一結果支持本文 NCAV 法應用於台灣股票市場之有效性。

表 4-1 投資組合相對大盤報酬率比較分析表

	價值加權，計 算交易成本	價值加權，未計 算交易成本	均等加權，計 算交易成本	均等加權，未計 算交易成本
年化報酬率	13.07	13.33	24.12	24.39
年化超額報酬率	12.68	12.94	23.73	24.00

註：報酬率單位為%，超額報酬為投資組合報酬率與大盤報酬率之差。

表 4-2 為利用 CAPM 模型驗證月平均異常報酬之實證結果，分別將每年度所形成之投資組合以均等加權平均及價值加權平均算出月平均報酬率，共計 11 年、121 個依變數值（即 R_{pt} ）。從均等加權平均報酬看來，投資組合之異常報酬 α_p 為 1.918%，達顯著水準 5%，表示以 NCAV 法所篩選出之投資組合享有正向異常報酬，

意即投資組合之調整風險後之報酬率高於大盤報酬率； β_p 為 1.163，達 1% 之顯著水準，表示投資組合之系統風險高於大盤。再從價值加權平均報酬率看來，投資組合之 α_p 為 1.108%，但為不顯著，表示不存在異常報酬； β_p 為 1.135，達 1% 顯著水準，表示投資組合之系統風險高於大盤。前述 Loughran and Ritter(2000)主張於計算異常報酬時，應採取均等加權平均報酬率，認為異常報酬的發生大多來自於小型股，若採價值加權平均報酬率，會提高大型公司報酬率之比重，因而低估了異常報酬；而由表 4-3 亦可得知經由 NCAV 法所篩選出之投資組合之公司大多為小公司，但有幾家大型金融股，故本文採用均等加權平均報酬之 CAPM 檢測結果，據以支持 NCAV 法適用於台灣證券市場之假設。

表 4-2 CAPM 模型之月平均異常報酬實證結果

係數	均等加權平均	價值加權平均
α_p	1.918** (2.245)	1.108 (0.688)
β_p	1.163*** (9.839)	1.135*** (8.972)

註：括號內為 t 值，報酬率之單位為 %。***, ** 分別代表 10%、5%、1% 顯著水準。

表 4-3 為各年度篩選出之投資組合內組成份子之敘述統計表；原本篩選出 57 家公司數，但因在 2008 年尚無法取得旺旺公司之市值與股價淨值比資料，因此本研究評估之投資組合公司數剩 56 家。由表 4-3 顯示，若以全體上市櫃公司之平均值為比較基準，經 NCAV 法篩選出來之投資組合公司的權益報酬率(Return of Equity, ROE)之平均數為-2.8%，明顯低於全體上市櫃公司平均數 2.1%；資產報酬率 (Return of Assets, ROA) 之平均數為 0.5%，亦明顯低於全體上市櫃公司平均數 4.6%，顯示投資組合之公司獲利能力明顯欠缺，為財務困境公司。投資組合之公司市值平均數為 29,996.3(百萬)，但中位數僅 2,013(百萬)，遠低於全體上市公司平均值 9,521.0(百萬)；通常價值型公司多為小型公司，惟篩選出之投資組合之公司因金融業即佔有 19 家；因而拉高其市值之平均值，但由中位數仍可看出端倪。此外，由附錄(一)所列出本文篩選出投資組合公司明細表，發現除少數金融控股公

司外，絕大多數都屬於小型公司，再次強化表 4-2 本文實證均等加權平均得到月平均異常報酬顯著估計結果。另由表 4-3 顯示，股價淨值之平均數為 1.0，亦低於全體上市櫃公司平均值 1.6，表示篩選出投資組合之公司屬價值型公司，亦符合上列市值之結果。由表 4-3 顯示，營收成長率之平均值為 40.4%，僅及大盤平均數 66.6% 之 2/3，淨利成長率之平均數為-28%，相較於全體上市櫃公司平均值 326.3% 亦屬嚴重偏低，顯見利用 NCAV 法所篩選出之投資組合之公司的成長潛能相當偏低。表 4-3 之結果可充分說明利用 NCAV 法所篩選出之股票大多屬於獲利能力不佳、不具成長潛能且面臨財務困境之價值型股票。

表 4-3 由篩選出之投資組合之公司敘述統計

	平均數	中位數	眾數	標準差	最小值	最大值	個數	全體平均 *
ROE(%)	-2.8	1.8	1.8	27.5	-155.6	60.3	57	2.1
ROA(%)	0.5	0.5	0.8	5.0	-11.6	20.9	57	4.6
市值(百萬)	29996.3	2013.0	215.0	88538.6	27.0	540711.0	56	9521.0
股價淨值比	1.0	0.4	0.4	1.8	-0.2	12.5	56	1.6
營收成長率(%)	40.4	1.8	NA	150.1	-57.0	735.4	57	66.6
淨利成長率(%)	-28.0	-5.9	NA	296.4	-884.8	1311.3	57	326.3

*全體平均係指 2001 年至 2011 年全體上市公司之平均值，做為與樣本公司比較之基準。

綜上表 4-3 分析結果顯見，利用 NCAV 法所篩選出之投資組合之公司，除了幾家大型金融股外，大多為小型公司。表 4-4 為 NCAV 法所篩選出投資組合內各公司之年度產業分布表，亦發現，NCAV 法所篩選出投資組合之組成公司較集中於金融保險業(達 33%)，營造建設及週邊產業的比重也偏高(分別達 16% 與 14%)。此外，篩選出之投資組合公司產業特性，如上所述大型金融股佔有 1/3，其餘大都以傳統產業居多，而且其公司股票又是長期被低估的股票。其中，買進的最低股價以興富發公司的股價為 0.79 元，持有期間為 3 年並於股價為 5.11 元時賣出，報酬率高達 546.84%。買進最高的股價是和旺公司的股價為 84 元，持有期間為 1 年

並以股價 55 元賣出；買進國泰金股價為 42 元，持有期間為 1 年後以股價 54 元賣出居次。本文發現 NCAV 法篩選出投資組合之公司總數共 57 家，股價在 10 元以下計有 36 家佔率 63%，股價在 20 元以下計有 49 家佔率 86%。由此可見，以 NCAV 法篩選買進的股價普遍偏低，再次印證說明葛拉漢的價值投資策略的買進低於公司內在價值的股票並長期持有。因此，本研究進一步統計發現，符合 NCAV 法篩選之投資組合公司持有期間最短為 1 年有 35 家、2 年有 9 家、3 年有 5 家、4 年有 5 家，最長為 5 年有 3 家。投資報酬率達 300% 以上有 3 家、達 200% 以上有 7 家、達 100% 以上有 11 家、達 50% 以上有 15 家、達 10% 以上有 8 家，投資報酬率在 10% 以下有 3 家。相反的，負報酬有 10 家。如上所述，再次證實符合 NCAV 法的篩選條件而買進的股票，公司股價明顯偏低，長期持有期間遇轉機則股價大漲，投資者因而可享有高的投資報酬。因此，本文再次印證 NCAV 法篩選出之投資組合多為小型公司的價值型股票，長期持有可享有超額異常報酬，結果證實 NCAV 法應用於台灣股市之有效性。

表 4-4 篩選出投資組合公司產業分佈表

年 度	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2009	2010	總計	百分比
建 設	3		1							4	7.02
化 學						2	1			3	5.26
電 子								3		3	5.26
電腦週邊					1		1	6		8	14.04
多 媒 體									2	2	3.51
貿 易						1				1	1.75
食 品						1		2		3	5.26
金融保險		1	7	1	1	1	1	6	1	19	33.34
半 導 體						1				1	1.75
光 電								1	1	2	3.51
建材營造	3		1			1	1	3		9	15.8
不 斷 電								1		1	1.75
資 訊								1		1	1.75
合 計	6	1	9	1	2	7	4	23	4	57	100

第五章 結論

本研究係以台灣股票市場之上市、櫃公司為對象，研究期間自2000年至2011年共計11年，驗證葛拉漢之淨流動資產價值投資策略是運用於台灣股市之有效性。實證結果發現，應用NCAV法所篩選出之投資組合，其長期持有年平均報酬率，不論係採均等加權或是價值加權計算投資組合月平均報酬率，及是否考慮交易成本(含交易稅與交易手續費)，均明顯優於大盤的報酬率，顯見支持葛拉漢之淨流動資產價值投資策略運用於台灣股市之有效性。

本研究再利用CAPM模型驗證月平均異常報酬，分別將每年度所形成之投資組合以均等加權平均及價值加權平均算出月平均報酬率，從均等加權平均報酬看來，其投資組合之異常報酬達顯著水準，表示以NCAV法所篩選出之投資組合享有正向異常報酬，意即投資組合之調整風險後之報酬率高於大盤報酬率，是故亦支持葛拉漢之淨流動資產價值投資策略運用於台灣股市之有效性。

NCAV法於國外已行之有年，本文之結果更確認我國投資者得以依循此一法則進行投資，惟本法旨在買入價值嚴重被低估之股票，投資者可能心生畏懼而不敢投資，必須克服此一心理障礙，始能長期施行此一投資策略。

參考文獻

一、中文部分

1. 余傑敏，1996。公司規模、權益帳面價值對市值比、前期報酬及系統性風險對股票報酬之影響。碩士論文，淡江大學財務金融研究所。
2. 沈孟軒，2003。淨值市價比投資策略：財務報表資訊之應用。未出版碩士論文，國立中正大學會計與資訊科技研究所。
3. 吳璟昇，1997。價值型與成長型股票投資績效之研究。碩士論文，國立政治大學財務管理研究所。
4. 吳采真，2008。多空市場價值股與成長股之投資策略分析。碩士論文，朝陽科技大學財務金融研究所。
5. 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。
6. 黃元裕，2003。「價值投資法於台灣股市之運用」，國立交通大學管理科學學程碩士班未出版碩士論文。
7. 楊宗文，1997。台灣股票市場反向投資策略之研究。碩士論文，國立中山大學企業管理研究所。
8. 劉秉龍，2002。成長型與價值型投資策略之實證分析-以台灣股票市場為例。未出版碩士論文，私立靜宜大學企業管理研究所。
9. 潘紹華，2006。價值型與成長型股票之績效評估。碩士論文。國立屏東科技大學財務金融所

二、英文部分

1. Bildersee, J. B., J. J. Cheh and A. Zutshi (1993), "The performance of Japanese common stocks in relation to their net current asset values," *Japan and the World Economy*, Vol.5, No.3, 197-215.
2. Fama, E. (1998), "Market Efficiency, Long-Term Returns and Behavioral Finance," *Journal of Financial Economics*, Vol.49, No.3, 283-306.
3. Graham, B. (1959), "The Intelligent Investor," A Book of Practical Counsel, 3rd ed. New York: Harper & Brothers Publishers.
4. Graham, B. and D. L. Dodd (1934), "Security Analysis," *McGraw-Hill*, New York: Whittlesey House.
5. Graham, B. (1976), "A Conversation with Benjamin Graham." *Financial Analysts Journal*, Vol.32, No.5, 55-84.
6. Loughran, T. and J. R. Ritter (2000), "Uniformly least powerful tests of market efficiency," *Journal of Financial Economics*, Vol. 55, No.3, 361-389.
7. Oppenheimer and R. Henry (1986), "Ben Graham's Net Current Asset Values: A Performance Update," *Financial Analysts Journal*, Vol.42, No.6, 40-47.
8. Thorp, J. H. and D. C. Rogers (2010), "Benjamin Graham's Net Current Asset Values Approach," *Online Exclusive*, 1-3.
9. Xiao, Y. and G. C. Arnold (2008), "Testing Benjamin Graham's Net Current Asset Value Strategy in London," *The Journal of Investing*, Vol.17, No.4, 11-19.

附 錄(一)

篩選買進投資組合公司明細表

NO	2001		2002		2003		2004		2005	
	代號	公司名	代號	公司名	代號	公司名	代號	公司名	代號	公司名
1	1442	名軒	2880	華南金	2515	中工	2892	第一金	2882	國泰金
2	2530	華建			2881	富邦金			3088	艾訊
3	2536	宏普			2882	國泰金				
4	2542	興富發			2884	玉山金				
5	5505	和旺			2885	元大金				
6	5530	龍巖			2888	新光金				
7					2890	永豐金控				
8					5533	皇鼎				
9					5820	日盛金				

NO	2006		2007		2009		2010			
	代號	公司名	代號	公司名	代號	公司名	代號	公司名		
1	1712	興農	1718	中纖	2823	中壽	5384	捷元	2816	旺旺保險
2	2302	麗正	2514	龍邦國際	2837	萬泰銀	5452	佶優	910482	聖馬丁
3	2515	中工	2833	台壽保	2847	大眾銀	5506	長鴻	911868	真明麗
4	2887	台新金	5386	青雲	2850	新產	5529	志嘉建設	9157	陽光能
5	2905	三商行			2851	中再保	6113	亞矽		
6	4707	磐亞			2852	第一保	6135	佳營		
7	4712	南璋			3024	憶聲	6140	訊達		
8					3043	科風	6171	亞銳士		
9					3224	三顧	8112	至上		
10					4712	南璋	9104	萬宇科		
11					5213	亞昕國際	9151	旺旺		
12					5356	協益電子				