

「單位化與現金基礎的獲利能力對股票報酬的解釋能力」

- 羅文綺/銘傳大學金融科技應用學系副教授、財團法人證券暨期貨市場發展基金會研究處副處長
- 柯冠成/國立暨南國際大學財金學系特聘教授
- 曾湘婷 / 國立政治大學財務管理學系博士候選人
- 楊昆城/國立暨南國際大學財金學系兼任教授級專業技術人員、驛訊電子企業股份有限公司董事

完整全文收錄於證券市場發展季刊第 147 期(2025 年 9 月出版)

過去資產定價文獻指出，營業獲利對股票報酬具顯著正向解釋力，而此異常可從兩方向理解：其一來自營業獲利分子的拆解，Ball et al. (2016) 認為現金項目是定價能力的核心來源；其二來自分母的選擇，Ball et al. (2015) 主張以總資產帳面價值作為平減指標能提升解釋力。本文結合兩者進行聯合檢驗，結果顯示：以現金基礎營業獲利除以總資產帳面價值為最具且最穩健的報酬預測指標；另外，應計項目在以市場權益價值作為分母時，可帶來較佳的報酬解釋能力。

一、研究背景與目的

企業獲利能力向來為資產定價文獻的重要議題。自 Ball 與 Brown (1968) 指出盈餘資訊能反映未來股票報酬後，相關研究陸續發展，包括 Fama 與 French(2015)之五因子模型、Novy-Marx(2013)之毛利率指標等。整體而言，既有文獻普遍認為各類獲利指標均蘊含可預測股票報酬的資訊。

然而，獲利指標本身具有多元構成，其中「應計項目」與「現金

基礎」之差異被證實具有截然不同的定價效果；應計項目(Accruals)常與未來報酬呈負相關(Sloan, 1996)，而現金基礎的獲利具有更高之資訊品質。此外，Ball 等人(2015)強調分母(平減指標)的選擇亦深刻影響獲利指標的解釋能力，特別是以總資產帳面價值(AT)進行平減時，其定價能力優於使用帳面權益(BE)或市值(ME)。

上述研究引出本研究核心問題：獲利指標的分子(OP、AC、CBOP)與平減子(AT、BE、ME)是否存在交互作用，並共同決定其對股票報酬的解釋力？

本研究目的為同時檢驗獲利分子與平減指標對股票報酬的影響，而非分開處理。評估現金基礎營運獲利能力(CBOP)是否在不同平減指標下仍具穩健的預測效果。探討選擇不同平減指標是否會改變應計項目(AC)的負向定價能力。評估何種「分子 × 分母」組合具有最優的股票報酬預測力。本研究補充既有目前文獻尚未解決的缺少之處，也就是營運獲利的分子與平減指標是否為獨立效果，抑或共同影響預期報酬。

二、文獻回顧

過去資產定價文獻普遍顯示企業獲利能力與股票報酬之間存在穩定的正向關係。Ball 與 Brown (1968)的研究中，確認盈餘資訊能反映股價變動；後續 Novy-Marx (2013)以毛利率構建「總獲利能力」指標，顯示其解釋力優於淨利(gross profit) 或 帳面市值比(book-to-market BM) 等傳統變數。Fama 與 French (2015)則從預期股利折現模型出發，指出企業獲利能力與預期報酬間具有長期結構性的正向關係，進一步強化了獲利能力作為資產定價因子的理論基礎。然而，獲利指標內部的組成差異也引發對其來源的深入探討。Sloan

(1996)首先發現應計項目與現金流量有不同的看法其於未來報酬呈現顯著負相關，而本研究資料亦顯示，應計項目(AC)與現金基礎營運獲利(CBOP)的平均相關係數介於 -0.395 至 -0.266，呈現明顯負向相關。因此，Ball 等人(2016)提出現金基礎營運獲利指標能排除應計干擾，更能反映企業營運績效的真實變化。除了分子結構外，獲利指標的平減方式亦被證實對其定價能力具有關鍵影響。Ball 等人(2015)認為以總資產帳面價值作為分母能將市場槓桿納入考量，相較於以帳面權益或市值為平減指標，能提供更強的報酬解釋能力。本研究的實證亦支持此一觀點，即：採用總資產(AT)作為平減指標時，其解釋力普遍優於 BE 與 ME。

在不同平減基礎之下，現金基礎獲利指標亦呈現不同的價值效果。Wang (2024)將 CBOP 以市值縮減，建立 CBOP/ME 作為新型價值因子，但本研究以更系統性比較現金基礎(CBOP)、應計項目(AC)與營運獲利(OP)在各類平減指標下的表現，以說明獲利異常真正的來源並非單一因子，而是獲利分子與平減指標共同作用的結果。

三、研究方法

本研究之研究資料涵蓋 1963 年至 2023 年美國 NYSE、AMEX、NASDAQ 上市公司（排除金融業）。主要變數包括營運獲利(OP)、應計項目(AC)與現金基礎營運獲利(CBOP)。其中，OP 定義為企業營運收入扣除銷貨成本與銷管費用後之營運成果，反映企業核心業務的獲利能力；AC 則由流動資產、流動負債及遞延項目等科目之變動計算而得，用以衡量應計基礎下與現金流量不一致的部分；CBOP 則為 OP 扣除各項應計成分所得，可捕捉較貼近現金流量的營運績效，並排除應計項目可能帶來的雜訊。

在平減指標方面，本研究分別採用總資產 (AT)、帳面權益 (BE) 與市值 (ME) 作為分母，用以規模化不同獲利變數。總資產反映企業資本結構與資產基礎，帳面權益代表股東權益規模，而市值則加入市場評價，使得同一獲利指標在不同平減指標的基礎下呈現不同的經濟涵義。

為避免結果受到已知風險因子或市場動態的影響，本研究亦納入多項控制變數，包括帳面市值比 (BM) 的對數、公司市值 (ME) 的對數、上一期的短期報酬 (r_{t-1})，以及前一個月至前二個月的中期報酬 ($r_{t-2} \rightarrow r_{t-1}$) 等，用以更精確地估計獲利指標對股票報酬的獨立解釋效果。

本研究的實證方法主要包括投資組合排序與橫截面迴歸兩部分。首先，在投資組合排序分析中，我們依照各項獲利指標的數值大小，將樣本公司分為十組，並以最高組減去最低組的報酬作為獲利因子的溢酬衡量。為檢驗此溢酬是否具有風險調整後的異常報酬，我們進一步採用 CAPM 及 Fama - French 三因子模型估計，藉此評估不同獲利指標在資產定價上的表現差異。

另外，本研究亦採用 Fama - MacBeth (1973) 橫截面迴歸法，以更精確地比較各獲利指標的獨立與相對定價能力。迴歸模型同時納入三類獲利變數——營運獲利 (OP)、應計項目 (AC) 與現金基礎營運獲利 (CBOP)——並搭配不同的平減指標作為分母，同時控制常見風險因子與公司特徵變數。此一設計能有效隔離分子與分母的影響來源，進而檢驗兩者如何共同影響股票報酬的橫截面變異。

四、實證結果

現金基礎的營運獲利能力 (CBOP) 確為較純粹之獲利資訊來源，能有效排除應計項的負向干擾。總資產 (AT) 為最能凸顯營運獲利資訊的平減指標，可能與槓桿效果、會計穩定性與市價波動較小等因素相關。CBOP/AT 具最佳定價能力，代表「營運現金流 × 企業規模」組合最能捕捉預期報酬。

分子與分母的影響並非可分離，而是「共同形成」獲利異常的重要來源。若使用市值 (ME) 作為分母，獲利資訊會被市場噪音稀釋，應避免使用 CBOP/ME 作為報酬預測指標。

五、結論

本研究提供重要實證證據，指出獲利能力的定價效果來自「獲利構成 (現金 vs 應計)」與「平減指標 (AT、BE、ME)」之交互作用。特別是 CBOP 搭配 AT 能提供最清晰且最具預測力的企業獲利衡量方式。本研究不僅整合了 Ball 等人 (2015、2016) 之研究脈絡，也對 Wang (2024) 之新型價值策略提供補充，揭示現金基礎獲利能力的表現高度依賴平減指標之選擇。整體而言，「現金基礎 × 總資產」應作為投資實務與資產定價模型建構中最具參考價值的營運獲利衡量方式。

Reference:

- Ball, R., Brown, P. (1968), “An empirical evaluation of accounting income numbers,” Journal of Accounting Research, Vol. 6, 159–178.
- Ball, R., Gerakos, J., Linnainmaa, J.T., Nikolaev, V.V. (2015), “Deflating profitability,” Journal of Financial Economics, Vol. 117, 225–248.
- Ball, R., Gerakos, J., Linnainmaa, J.T., Nikolaev, V.V. (2016), “Accruals, cash flows, and operating profitability in the cross section of stock returns,” Journal of Financial Economics, Vol. 121, 28–45.
- Fama, E.F., French, K.R. (2015), “A five-factor asset pricing model,” Journal of Financial Economics, Vol. 116, 1–22.
- Fama, E.F., MacBeth, J.D. (1973), “Risk, return, and equilibrium: Empirical tests,” Journal of Political Economy, Vol. 81, 607–636.
- Novy-Marx, R. (2013), “The other side of value: The gross profitability premium,” Journal of Financial Economics, Vol. 108, 1–28
- Sloan, R. (1996), “Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?” The Accounting Review, Vol. 71, 289–315.
- Wang, B. (2024), “A new value strategy,” The Review of Asset Pricing Studies, Vol. 14, 40–83.