

法人說明會是否有助於市場參與者使用杜邦 分析

- 曹壽民/國立中央大學企業管理學系教授
- 林哲弘/國立屏東大學會計學系副教授
- 姜正東/國立新加坡大學會計學系副教授

完整全文收錄於證券市場發展季刊第 133 期(2022 年 3 月出版)

本論文探討公司召開法人說明會(以下簡稱法說會)是否有助於市場投資人與分析師充分瞭解淨營業資產報酬率(returns on net operating assets; RNOA)以及杜邦要素(DuPont components)的資訊內涵。淨營業資產報酬率是衡量公司獲利能力與預測未來超額盈餘最重要的指標，財務報表分析的文獻進一步將淨營業資產報酬率分解為杜邦兩要素:淨營業資產周轉率(net operating asset turnover; ATO)及利潤率(profit margin; PM)二者。其中淨營業資產周轉率衡量資產利用效率，利潤率則反映公司的定價能力與市場競爭力。財報分析的文獻顯示，杜邦兩要素有助於預測未來盈餘，也是估算公司價值的重要指標 (Fairfield & Yohn, 2001; Soliman, 2008)，然而 Soliman (2008)的研究結果發現，市場參與者並未能充分使用杜邦要素的資訊進行公司未來獲利之預測及公司估價之計算(Soliman, 2008)。

法說會是雙向的資訊揭露型態，公司可透過法說會解釋財務報表內容並對公司未來營運提出前瞻性的說明。我國自 2005 年廢除強制性財務預測之規範，自該年起自願性發佈財務預測的公司也逐年減少。召開法說會已逐漸取代財務預測，成為公司自願性揭露資訊的重要管

道，自願性召開法說會的公司家數也逐年上升。鑑於資本市場對於法說會的重視，主管機關於 2015 年起逐步強制規範上市(櫃)公司召開法說會。臺灣證券交易所於 2015 年開始要求上市公司至少每三年召開一次法說會，2018 年開始進一步要求上市公司每年須召開法說會。證券櫃檯買賣中心於 2017 年起亦要求上櫃公司至少每三年召開一次法說會。相較於被動且強制性的召開法說會，公司自願性召開法說會有更強的誘因說明並解釋淨營業資產報酬率以及杜邦要素對未來獲利能力與公司估值的影響。因此，本研究主要以公司自願性召開法說會為樣本進行研究，因為多數之上市(櫃)公司被強制要求在 2018 年之後召開法說會，因此本研究的樣本期間為 2008 年至 2017 年。

實證結果發現，第一，杜邦兩要素(即公司淨營業資產周轉率與利潤率)有助於預測公司之未來盈餘，並解釋同期與未來的股票報酬。有趣的是，無論是否召開法說會，我們發現只有杜邦要素的變動數(淨營業資產周轉率的變動數與利潤率的變動數，即 ΔATO & ΔPM)，而不是杜邦要素組成變項(即 ATO & PM)，對未來盈餘、同期股票報酬與未來股票報酬具有解釋力。這些結果表示，投資人會使用兩期杜邦要素的變動資訊(而非當期杜邦要素)預測公司未來盈餘，設算公司價值，並反應於當期與未來的股票報酬中。然而，杜邦要素對未來股票報酬也具有解釋能力，表示投資人未能充分瞭解杜邦要素對未來超額盈餘與公司估值的影響。第二，實證亦發現淨營業資產周轉率的變動數(ΔATO)及利潤率的變動數(ΔPM)與分析師預測誤差成正相關，這表明杜邦要素雖有助於分析師進行財務預測，但是如同市場投資人，分析師預測也未能充分反應杜邦要素所傳遞關於未來超額盈餘之資訊。第三，我們進一步將樣本區分為召開與未召開法說會的樣本，研

究結果發現，對於未召開法說會的樣本， Δ ATO 與 Δ PM 對本期股票報酬之解釋力較弱，對未來各期股票報酬之解釋力較強，與分析師預測誤差的關聯度亦較強；反之，對於召開法說會的樣本， Δ ATO 與 Δ PM 對本期股票報酬之解釋力較強，對未來各期股票報酬之解釋力較弱，與分析師預測誤差的關聯度則較弱。此一實證結果表示，召開法說會有助於市場投資人與分析師瞭解杜邦要素對未來超額盈餘與公司估值的影響，進而充分反應於當期股票報酬與分析師預測中。

本研究亦執行了幾項額外測試來確認實證結果的穩健性。首先，我們使用傾向得分匹配方法(propensity score matching method)進行分析以克服可能的選樣偏誤問題，得到相同的實證結果。其次，在盈餘宣告後股價持續反應(post earnings-announcement drift)之文獻中，盈餘宣告後股價持續反應會集中於後續季度的盈餘公告時，我們也發現，根據淨營業資產周轉率的變動數(Δ ATO)及利潤率的變動數(Δ PM)所形成的策略投資組合報酬也會集中在隨後的 t+1 季至 t+3 季之盈餘宣告時，相較於召開法說會之樣本，這種現象在未召開法說會之樣本中更為明顯。第三，相較於「依年」召開法說會，「依季」召開法說會更能加速年報中所包含杜邦要素反應於當期股價報酬與分析師預測中。最後，強制性法說會之召開，也能降低市場投資人與分析師對杜邦要素反應不足現象。然而，相對於強制性召開法說會之樣本，自願性召開法說會之樣本更能促進市場投資人與分析師將杜邦要素反應在股價與分析師預測中。

綜合本研究之發現，法說會在臺灣資本市場具有資訊內涵，透過對財務報表內容的解釋(例如杜邦要素)與前瞻性的說明，法說會將市場投資人與分析師的注意力吸引到財務報表的基本面分析上，有助於

投資人與分析師評估公司的真實價值，進而引導公司股價趨近於公司估值，此一機制應有助於健全股票市場，引導資本市場資金分配至有效率的投資上。強制性法說會的經濟效果雖然不像自願性法說會顯著，但強制性法說會仍有助於投資人與分析師解讀財務報表資訊並據以預測公司未來之超額盈餘。這說明主管機關自 2015 年以來逐步的強制上市(櫃)公司召開法說會，的確有助於加強公司監理環境與改善臺灣資本市場的資訊環境，引導資本市場資金投資於估值較高或營運較有效率的公司。但值得注意的是，自願性召開法說會之樣本在促進市場投資人和分析師對杜邦要素的反應更為明顯，主管機關在強制規範召開法說會之餘，也應關注公司召開法說會的經濟誘因，比如公司所面臨的市場壓力、公司資訊不對稱情況及公司股權結構等。