

因子訂價模型有效性之比較： 臺灣股市實證

王芯儀 徐政義 陳姿伶 賴弘能*

本文探討七種因子訂價模型解釋臺灣上市櫃公司股票報酬率的有效性。我們的研究結果顯示，Fama 與 French (2018) 提出的六因子模型，可以解釋大多數的臺灣經濟新報建構的投資組合、以 Fama 與 French (2015) 建構因子的變數分組的投資組合，以及產業指數。Hou, Mo, Xue 與 Zhang (2021, HMXZ) 所提出的 q^5 模型在以上三類投組與指數的表現略為遜色，但是在解釋其建構因子的變數投組的表現優於六因子模型。個股的橫斷面分析中，則無哪種模型明顯勝出的證據。

關鍵詞：資產訂價、生產者理論、因子模型、股票報酬率、臺灣市場。

「政策與管理意涵」

本研究發現傳統的資本資產訂價模型、Fama 與 French 三因子模型與 Carhart 四因子模型對台股投資組合的解釋能力不高，建議未來的研究可以考慮 Fama 與 French 的五因子與六因子模型或是 Hou 等人的生產者訂價模型，上述是目前配適台股報酬的較佳選擇。

* 通訊作者：賴弘能，國立中央大學財務金融學系，電子郵件：hnlai@cc.ncu.edu.tw。王芯儀，國立中央大學財務金融學系。徐政義，國立政治大學國際經營與貿易學系。陳姿伶，國立中央大學財務金融學系。本文作者感謝兩位匿名審查委員、徐淑芳、郭維裕、張碧娟、鍾令德及 2023 台灣財務金融學會國際研討會的參與者提供的寶貴評論與建議。

A Comparison of the Effectiveness of Factor Pricing Models: Empirical Evidence from the Stock Market in Taiwan

Shin-Yi Wang

National Central University

Cheng-Yi Shiu

National Chengchi University

Tzu-Ling Chen

National Central University

Hung-Neng Lai

National Central University

This paper investigates to what extent seven asset pricing models explain stock returns of listed firms in Taiwan. Our investigation reveals that the six-factor model proposed by Fama and French (2018) explains the majority of the returns from the portfolios provided by Taiwan Economic Journal, returns from the portfolios grouped by the variables employed by Fama and French (2015) to construct factors, and industry index re- turns. The q^5 model proposed by Hou, Mo, Xue and Zhang (2021, HMXZ) performs slightly worse than the six-factor model in the aforementioned portfolio and index returns but better in explaining the portfolio returns grouped by the variables to construct their factors. The cross-sectional regressions on individual stocks do not provide evidence that prefers one model to another.

Key Words: Asset Pricing, Production Theory, Factor Models, Stock Returns, Taiwan Market.