

你以為自己贏了，結果卻輸了

黃志典 金融案例評析

實務界通常使用股價指數計算股市的投資報酬率，以衡量投資績效的優劣，而從事資產管理的機構與投資專家，例如共同基金與基金經理人，也都以創造優於股價指數的投資報酬率為職志，偶有投資報酬率優於股價指數時，更是大肆宣傳，投資人也會為自己獨具慧眼，雇用到稱職的投資專家而沾沾自喜。不幸的是，很多投資專家與投資人以為自己的投資績效勝過股價指數，結果卻不然，原因是利用一般股價指數所計算的投資報酬率，並未將現金股利包含在內。

「股價指數」是用來衡量整體股票市場或某一群股票價格走勢的綜合性指標。這種綜合性指標一般是將各個股票的價格予以「平均」，並以指數的型式來表達，它是將計算時點的平均股價與某一特定時點平均股價相比，再乘上一特定數值，如 100，該特定時點即為「基期」，而該指數在基期時即訂為 100。

理想的股價指數，其投資報酬率應等於持有指數一籃子成份股的投資報酬率。

在計算股價指數時，為了避免非市場交易的因素影響指數的連續性，通常採取的調整方式有兩種：一種是當採樣股票異動或增資除權時進行調整，使股價指數不致產生變動，但是，當上市公司發放現金股利時，並不調整。這種調整方式為世界各國證券市場通用，臺灣證券交易所發行量加權股價指數，也是採取這種方式。

另一種是除了在採樣股票異動或增資除權時進行調整外，當公司發放現金股利時也調整，讓指數不會因股票發放現金股利而下跌，依照這種方式編製的股價指數稱為報酬指數。由於報酬指數已經加回現金股利，因此利用報酬指數所計算的投資報酬率，才是指數真正的投資報酬率。

報酬指數與一般股價指數的最大不同是，在公司發放現金股利

時，會透過調整基值的方式，維持指數值不變。因此，自開始編製報酬指數起，一旦採樣公司發放現金股利，報酬指數將會高於原來的股價指數，而且它與一般股價指數的差距，將隨採樣公司發放現金股利的增加而擴大。

為了方便投資人計算發行量加權股價指數真正的投資報酬率，臺灣證券交易所自民國 92 年元月 2 日起，編製「發行量加權股價指數之報酬指數」，考慮現金股利因素後，就每日收盤的發行量加權股價指數加以調整。

如前所述，報酬指數與一般股價指數的差距，將隨著採樣公司發放現金股利的增加而擴大。以證交所編製的報酬指數為例，在民國 92 年 1 月 2 日，報酬指數與加權股價指數都是 4,524.92，到了民國 97 年 3 月 4 日，報酬指數已經高達 10,019.38，但加權股價指數只有 8,470.11。在這段期間，以報酬指數計算的投資報酬率為 121.43%，但是以加權股價指數計算的投資報酬率僅為 87.19%，兩者的差距高達 34.24%，換言之，一個投資專家如果在這 4 年裡的投資報酬率是 90%，他大可以說自己的績效勝過指數，但是，他的績效其實是大幅落後指數(附表為民國 92 年 1 月 2 日至 97 年 3 月 4 日加權股價指數與報酬指數之比較)。

下次有投資機構或專家吹噓說自己擊敗了大盤指數，記得問他擊敗的是那一個指數。

加權股價指數與報酬指數之比較

日期	加 權 股 價指數	加權股價指數 之報酬指數	加權股價指 數之報酬率	以報酬指數 計算之報酬 率	報酬率差 額累計
92.01.02	4,524.87	4,524.92	—	—	—
92.12.31	5,890.69	6,021.57	30.18%	33.08%	– 2.90%
93.12.31	6,139.69	6,478.80	4.23%	7.59%	– 7.49%
94. 12.30	6,548.34	7,187.69	6.66%	10.94%	– 14.13%
95.12.29	7,823.72	8,944.43	19.48%	24.44%	– 24.77%
96.12.31	8,506.28	10,062.16	8.72%	12.50%	– 34.38%
97.03.04	8,470.11	10,019.38	– 0.43%	– 0.43%	– 34.24%