

第一章 序論

第一節 研究動機

近代財務理論在 1970 年由 Fama 提出效率市場假說(Efficient Market Hypothesis, EMH)後，就有如雨後春筍般的快速發展，而效率市場假說的意涵是股票現在的價格已反應所有會影響股價的因素與資訊，即代表投資人無法透過訊息來獲取超額報酬，而依照效率強度、性質與訊息類別，Fama 又將其分為三種：弱效率市場(Weak form efficiency)、半強勢效率(Semi-strong form efficiency)以及強勢效率(Strong form efficiency)。然而，卻也有非常多的學者發現許多效率市場假說無法解釋的現象，一般稱之為異常現象(Anomaly)，最廣為人之異常現象則有動能效果(Momentum)、元月效果(January effect)、規模效果(Size effect)、首次公開發行(IPO's)以及星期一效果(Monday effect)等等。而本論文研究的重心便是在動能效果這異常現象上。

動能效果指的是股票的報酬率有持續性的現象，也就是過去漲的股票會繼續漲，而過去跌的股票會繼續跌，另有一句話：「強者恆強，弱者恆弱」最能充分表達動能效果的意涵。而動能效果最早是由 Jegadeesh and Titman (1993)所證實，他們研究美國股票市場，發現基於過去 3 至 12 個月股價報酬的表現，對過去的贏家投資組合持多頭部位並對過去的輸家投資組合持空頭部位，並持有 3 至 12 個月，能獲得顯著的異常報酬。而在這之後，關於各國股市動能效果現象的文獻大量的發表，例如 Lui, Strong, and Xu (1999)研究英國股票市場、Forner and Marhuenda (2003)研究西班牙股票市場、Doukas, and McKnight (2005)研究 13 個歐洲股票市場、高贈朋 (2006)研究巴西、中國及印度、Muga and Santamaria (2007)研究拉丁美洲新興市場、Foster and Kharazi (2008)研究伊朗股票市場等等，皆發現動能效果現象的存在；而國內研究動能效果現象的文獻也不虞匱乏，陳威同

(2002)、廖晉恒 (2005)、王似尹 (2006)等等，皆發現國內也存在動能效果現象。

而關於動能效果的解釋主要可以分為兩種，行為學上的解釋有 Daniel, Hirshleifer, and Subrahmanyam (1998)、Hong and Stein (1999)、Jegadeesh and Titman (2001)、Doukas, and McKnight (2005)等等認為市場對於新資訊到來無法及時、迅速、充分的反應，即為反應不足(underreaction)而造成股價報酬會有持續性的現象；另一解釋則有 Grundy and Martin (1998)、Yao (2006)、周隆裕 (2006)、Galariotis, Holmes, and Ma (2007)等等認為動能效果是由於系統性風險或是個別公司特徵所造成的，像是公司市值、帳面價值市值比等等。除了這兩種比較主要的解釋之外，還有 Cooper, Gutierrez and Hameed (2004)、曾家齊 (2005)等等認為動能效果是與市場多空頭的狀況有關係。

而利用動能效果現象而來獲得報酬的策略，最早則是 Jegadeesh and Titman (1993)依過去個股的報酬率來排序，挑選前 10%與後 10%的股票以均等權重的方式來組成贏家與輸家投資組合，一般稱之為價格動能策略。之後，有 Moskowitz and Grinblatt (1999)依照產業過去的報酬來排序，選取表現最好與最佳的 3 種產業裡所有的股票來形成贏家與輸家投資組合，一般稱之為產業動能策略。另還有 George and Hwang (2004)依現在股價與過去 52 週內最高價比來排序，選取前後各 10%的股票以均等權重來組成贏家與輸家投資組合，在此稱 52 週高價動能策略法。而對於此三種動能策略獲利比較的僅有 George and Hwang (2004)以美國為研究對象、吳莉禎 (2005)、林健生 (2006)以台灣為研究對象，因此本研究將會基於 George and Hwang (2004)的架構下，以台灣為研究對象，並延伸吳莉禎 (2005)、林健生 (2006)的研究，而延伸的部分有對各動能策略的報酬進行風險調整、檢視動能策略的報酬是否存在元月效應(January Effect)、加入定錨效果指標檢視是否會對原本動能策略的獲利能力有影響。

第二節 研究目的與步驟

本研究旨在探究台灣股票市場上市否存在動能現象，以及檢視價格動能策

略、產業動能策略與 52 週高價動能策略的獲利能力並加以比較，期望本研究之實證結果可供投資人在進行投資決策時有更好的參考資訊。故整理本研究之目的如下：

1. 計算價格動能策略、產業動能策略與 52 週高價動能策略的獲利能力。
2. 對於各策略的報酬進行風險調整。
3. 比較各種策略獲利能力的優劣。
4. 檢視動能策略投資組合報酬率是否會有元月效應(January Effect)。
5. 藉由檢視長期下(12 個月)報酬率是否會有反轉的現象。
6. 以定錨效果(Anchor effect)來對研究結果進行強韌性檢定(Robustness test)。

而為達成以上目的，本研究的步驟如下：

1. 計算個股報酬、現價與過去 52 週內最高價比以及產業報酬。
2. 依照三種不同方法去排序並組合贏家與輸家投資組合。
3. 分成包括元月與不包括元月來計算三種動能投資策略的持有期間平均月報酬率。
4. 採用配對比較的方式比較三種策略的優劣。
5. 採用複迴歸分析來進行三種策略對報酬解釋能力的優劣分析。
6. 進行報酬率的風險調整。
7. 檢視長期下的報酬走勢。
8. 在步驟第 5 點的迴歸式裡加入定錨效果變數來進行強韌性檢定。

第三節 研究架構

本論文共分成五個章節，研究架構如下：

第一章為緒論，簡述國內外動能策略研究與研究動機之始末，進而提出論文研究的目的所在與研究步驟。第二章為文獻探討，進行國內外相關文獻的回顧與整理，將近年來各國對於動能策略的研究，分為動能現象的發現與動能現象解釋原因進行整理說明。第三章為資料來源與研究方法，將會對本論文所選取的研究

對象、資料來源以及樣本期間等作詳細說明，並對本論文將會用到的變數作定義，最後再將本論文所應用到的研究方法與模型作解釋。第四章為實證結果，將針對本研究目的，依照研究步驟進行分析後，將結果以圖表呈現出來，在輔以文字敘述與解釋。第五章為結論與建議，對本論文作一總結，將實證結果作一歸納說明，並提出未來研究可延伸與投資人可應用的方向。