

## 第二章 文獻探討

過去關於動能策略的文獻非常豐富，在此選取過去幾年間與本論文研究方向較為相近的數篇文獻，並分為 1. 動能現象相關文獻以及 2. 解釋動能現象之原因相關文獻分別討論。而動能現象相關文獻裡又分為 1. 價格與產業動能策略以及 2. 52 週高價與其他動能策略；解釋動能現象之原因相關文獻則分為 1. 行為財務學觀點以及 2. 公司特徵觀點 3. 其他觀點。

### 第一節 動能現象相關文獻

#### 一、價格與產業動能策略

Jegadeesh and Titman (1993) 研究 1965 至 1989 年間在紐約證券交易所與美國證券交易所的股票，採取投資組合形成期與持有期分別為 3、6、9 與 12 個月，則會有 16 種不同投資期間組合，進而以均等權重的方式買入形成期報酬率最佳的 10% 股票(即贏家組合)以及放空形成期報酬率最差的 10% 股票(即輸家組合)，並且每個月重組投資組合的標的(rebalance)，意即會有 5 個月的重複期間(overlapping)，一般視為此法為價格動能策略或稱 JT 法。接著計算持有期投資組合的平均月報酬率。在形成期與持有期皆為 6 個月時，動能策略投資組合平均每月會有接近於 1% 的報酬，且在統計上為顯著。而除了形成期與持有期皆為 3 個月以外，其他 15 種投資期間組合皆能產生統計上顯著的正報酬。作者另外嘗試了在形成期與持有期間隔了一個星期，其結果差異不大。另外作者也用了兩種模型嘗試去解釋動能策略獲利的來源，其結果發現系統風險並非造成動能策略獲利的原因，反而是股價對於公司特定資訊的反應不足而有延遲反應現象所造成的，也就是說短期內市場上投資人對於公司的好(壞)消息無法迅速並充分的反映所有訊息，而會持續反應，使得股價呈現強(弱)者續強(弱)。但此策略在持有期一

年以上，獲利能力便有減弱的趨勢，即出現長期反轉的現象，此時應採用反向操作策略來獲取超額報酬。

Moskowitz and Grinblatt (1999)研究 1963 至 1995 年間在紐約證券交易所、美國證券交易所及那斯達克(NASDAQ) 上市的公司股價資料，依照標準產業分類(Standard Industrial Classification, SIC)將所有公司歸類成 20 種產業，依照過去產業的報酬率來排序，選取過去表現最好與最差各 3 種產業內的所有股票來形成贏家與輸家投資組合，而採取對贏家投資組合成多頭部位並對輸家投資組合持空頭部位，同樣使用重複期間法去分析，一般視此法為產業動能策略法或 MG 法。研究發現，即使控制了市值、帳面價值市值比以及個別股票動能效果，產業動能策略仍然能有很好的獲利能力。

Naranjo and Porter (2007)認為跨國際的動能策略能提供更低的投資組合風險(標準差)並且/或者增加期望報酬，而若多角化加入新興國家市場會比加入已發展國家的市場來的更有效，且該效果也會比只持有多頭多角化的投資組合來的好。作者使用 1990 至 2004 年間 22 個已發展國家市場與 18 個新興國家市場約共 16000 間公司股價的資料，作者的證據支持動能策略在已發展國家市場與新興國家市場都能有獲利能力，並且支持在加入新興國家市場後的動能策略投資組合的分散風險效果更好。

Gutierrez and Kelly (2008)以 1993 至 2003 年間在那斯達克交易所上交易的股票的週資料為樣本，採用價格動能策略的方式去研究，發現在短期裡(3~4 週以內)，報酬會有反轉的現象，然而在反轉之後會有動能的現象，且這動能效果很強且長久(約至 52 週)，並且將之前反轉的效果完全抵銷掉。作者也延伸研究與大眾新聞相連結，發現結果仍然一樣，表示新聞的不確定性與週報酬的動能效果無關。

Foster and Kharazi (2008)研究 1997 至 2002 年間伊朗的德黑蘭股票交易所的股票，發現報酬沒有反轉的現象，而短期內沒有任何異常現象(Anomaly)，然而，在中長期內(3~12 個月)報酬會有動能現象。

Forner and Marhuenda (2003)研究 1963 至 1997 年間西班牙股票市場的股票，發現動能策略在 12 個月內以及反向操作策略在 60 個月能獲得正的超額報酬，而反向策略在不重複期間的測試下的效果不好。作者認為，過去關於動能效果的文獻，並非是因為資料探勘而來的。

Chan, Jegadeesh, and Lakonishok (1996)以 1977 至 1993 年間在紐約證券交易所與美國證券交易所交易的股票為樣本，檢測是否因為市場對於過去的訊息反應不足，特別是過去盈餘消息，而能從過去的報酬預測未來的報酬。研究發現，過去六個月的報酬對於未來報酬趨勢有預測能力，且可持續 12 個月以上，顯示市場並非效率市場，而是逐步反映新訊息，所以投資人可由市場上以公開訊息獲得異常報酬。

高贈朋 (2006)研究巴西(531 家公司)、中國(1367 家公司)及印度(1018 家公司)於 1995 至 2005 年間的公司股價月報酬率，採用價格動能策略法建構投資組合，研究動能策略在這三個新興市場上的獲利性，結果發現巴西市場採用反向操作策略會有顯著的報酬率；中國與印度市場在調整風險後的動能策略有顯著的正報酬。

陳威同 (2002)以 1996 至 2000 年間台灣證券交易所上市公司為樣本，採用產業動能策略法以及價格動能策略法去探究動能效果是否存在。研究結果發現在這段期間內，確實存在股價持續性的現象，而長期則會有反轉的現象。此外，產業動能策略所獲得的超額報酬，超過價格動能策略所得到的超額報酬，因此作者認為產業動能策略為較好的動能投資策略。

徐滄彰 (2002)探究六個新興市場是否存在動能策略獲利性，分別是台灣、馬來西亞、印度、韓國、南非以及泰國，樣本期間為 1986 至 2000 年。研究結果顯示，動能策略在南非和印度市場都有顯著的正報酬，而其他四個國家市場則沒有顯著的超額報酬存在，作者認為可能的原因是新興市場波動較劇烈，影響股票市場的因素也較多，故這六個新興市場上呈現的結果較不一致。

黃聖棠 (2007)以 1994 至 2004 年間台灣證券交易所上市的公司為研究對

象，探究 1. 投資人是否以外資資訊(持股水準以及持股水準變動率)為指標而獲得異常報酬？ 2. 外資是否採用動能策略交易？ 3. 有外資投資的股票中是否存在動能效果？ 研究結果顯示，1. 投資人的確可以依據外資資訊獲取正的異常報酬 2. 部分模型顯示部分外資是動能策略交易者 3. 部分模型顯示有外資投資的股票存在動能效果。

游奕琪 (2000)研究台灣證券交易所上市的公司股價，期間為 1993 至 1999 年間，採用價格動能策略法以及產業動能策略法去檢視動能效果是否存在，並以橫斷面迴歸法去分析。結果發現無論是價格或是產業動能策略法，皆具有獲利能力，且主要利潤來自過去的贏家投資組合。而產業動能策略法在控制了規模、帳面價值對市值比與個別股價持續性後，仍呈現動能現象；然而價格動能策略控制了規模、帳面對市值比與產業因素後，動能獲利能力下降，且不顯著。而長期而言，各投資組合沒有出現反轉的現象。

蘇唯真 (2005)以 1982 至 2004 年間在台灣證券交易所上市的公司股價日資料為樣本，探究是否有動能效果或反轉現象。研究發現贏家與輸家投資組合報酬的走勢不一致：。在短期，贏家投資組合報酬會出現反轉現象，而在中長期會出現動能現象；而輸家投資組合在短期會出現動能效果，而中長期會出現反轉現象。

## 二、 52 週高價與其他動能策略

George and Hwang (2004)以 1963 至 2001 年間在紐約證券交易所、美國證券交易所與那斯達克上市的公司股價資料為樣本，採用依照現在股價與過去 52 週內的最高價的比來排序，選取前 10%與後 10%的公司，組成贏家與輸家投資組合，使用重複期間的方式進行分析，在此稱此法為 52 週高價動能策略法，並與價格動能策略法以及產業動能策略法進行比較優勢。結果發現，52 週高價動能策略法的獲利能力優於價格動能策略法與產業動能策略法，且對於報酬率的解釋能力也優於其他兩種方法。且發現使用 52 週高價動能策略法所形成的投資組合，在長期並不會有反轉的現象，因此以往視短期動能與長期反轉為對訊息反應

所結合的現象，作者認為在 52 週高價動能策略法下，此理論無法成立，且認為短期持續與長期反轉是兩種不同的現象，並非同樣受到對訊息反應所造成的。

Muga and Santamaria (2007)嘗試應用無母數方法去挑出股票市場上動能的來源。研究對西班牙股票市場進行了拔靴分析(bootstrap analysis)以及隨機優勢(stochastic dominance)檢定，拔靴分析會隨著重新取樣的方式不同而有不同的解果，然而，各種應用的隨機優勢技巧皆有相同的結果，即贏家投資組合隨機優於輸家投資組合，而這是與一般資產定價模型不一致的。

Rachev, Jasic, Stoyanov, and Fabozzi (2007)以報酬—風險股票選擇準則來建構動能策略投資組合，並與價格動能策略法比較，報酬—風險股票選擇準則包括以變異數來當風險的標準夏普比率(standard Sharpe ratio)，而另一個報酬--風險股票選擇準則是採用預期赤字(expected shortfall)來當作風險指標。作者以 1996 至 2003 年間標準普爾 500(S&P 500)的 517 支股票為樣本。結果發現相較於報酬--風險準則法的月平均報酬約 0.86%，雖然價格動能策略法能提供較高的月平均報酬約 1.3%，但報酬--風險準則法能提供較高的風險調整後報酬。作者在非常態(non-normal)的穩定白若廷分配(stable Paretian)的架構下分析極端動能投資組合，發現該投資組合有特殊的分配性質。而作者的結果顯示價格動能策略獲得較高的報酬與接受了較高的分配上尾巴風險(tail risk)，而報酬—風險準則法獲得較好的風險調整後報酬與較低的分配上尾巴風險。

Schumaker and Chen (2008)連結基本數量選取策略與一個財務新聞文章預測系統 AZFinText。在許多形成期裡，作者發現形成期一週的投資組合表現最好，在持有期五週下，動能策略會有 20.79%的報酬率，而反向操作策略的報酬率有 4.54%。作者也發現短期下，交易者對於 AZFinText 的事件會有過度反應的現象。

鄧巧真 (2006)以台灣證券交易所上市以及櫃買中心上櫃公司為樣本，期間為 1985 至 2005 年間，採用價格動能策略法以及 Lee and Swaminathan (2000)的週轉率投資策略方法，建構台灣股市短期至中長期的交易策略。研究發現，價格動能策略法在短期會有顯著的正報酬，且風險調整後的報酬較大盤報酬率佳；而週

轉率投資策略只有 50%能獲得正報酬且統計上不為顯著。

王似尹 (2006)研究 1994 至 2005 年間台灣證券交易所上市公司，以價格動能策略法以及 Lee and Swaminathan (2000)的週轉率投資策略法去建構投資組合，並區分景氣循環和股市多空頭下進行比較。研究結果發現各期間的投資組合報酬率順序為股市空頭>景氣擴張>全期間>股市多頭。而比較不同持有期下的獲利能力順序則是持有期三個月>持有期六個月>持有期十二個月。

廖晉恒 (2005)研究台灣證券交易所上市公司於 1990 至 2004 年間之股價報酬率，採用產業動能策略法與 Lee and Swaminathan (2000)的週轉率投資策略法去建構投資組合，藉以檢定股市之效率性，並比較各種策略績效之優劣。結果發現各種動能策略皆可獲取超額報酬，顯示台灣股市並非完全效率市場。

王怡靜 (2004)以 2000 至 2004 年間台灣證券交易所上市公司為研究對象，採用 Lee and Swaminathan (2000)的週轉率動能策略法探究台灣證券市場中，動能生命循環週期假說是否成立。結果顯示運用成交量、成交筆數和平均成交張數所建構的投資策略，會符合生命週期循環假說。此外，作者發現在一個月內會有訊息反應不足的現象，但在三個月之後，市場則會對訊息反應過度，作者認為原因是台灣股市敏感性較強，投資人的過度自信以及跟隨法人追漲殺跌為多數，會造成價格追漲殺跌的速度較迅速，使得價格很快超過合理價格，進而造成反轉現象提早到來。

林健生 (2006)以 1995 至 2004 年間台灣證券交易所上市的公司股價報酬率為研究對象，比較 George and Hwang (2004)的 52 週高價策略、價格動能策略以及產業動能策略之間的獲利能力。結果顯示，短期下，產業動能策略法的獲利能力較好；而持有一年後，各動能策略投資組合獲利出現反轉現象。

吳莉禎 (2005)以 1998 至 2005 年間在台灣證券交易所上市之非金融股公司為研究對象，分別採用價格動能策略、產業動能策略以及 52 週高價動能策略進行分析。結果發現，只有 52 週高價動能策略能獲得顯著的正報酬，且長期(作者定義為 12 個月)下，同樣只有 52 週高價動能策略能獲得顯著正報酬，表示無論

期間長短，52 週高價動能策略優於另外兩種策略。

## 第二節 解釋動能現象之原因相關文獻

### 一、行為財務學觀點

Jegadeesh and Titman (2001)評估了各種對於 Jegadeesh and Titman (1993)所發現的動能策略之可能的解釋。作者的證據顯示動能策略的獲利能力在 1990 年代仍然持續著，顯示 Jegadeesh and Titman (1993)發現的動能策略獲利能力並非是資料探勘所產生的誤差。作者也檢驗許多行為學派的模型，而該模型認為動能策略的獲利能力是由於延遲的過度反應，而最終獲利能力會反轉，作者的證據顯示支持這些行為學派模型，但需適度謹慎的對待。作者也發現在投資組合形成後的 2 至 3 年間沒有顯著的報酬反轉現象，然而在 4 至 5 年間會有顯著的報酬反轉現象。而作者的分析也否決了一些文獻宣稱動能利潤可以完全被橫段面預期報酬模型所解釋。

Hong and Stein (1999)建構了一個模型去檢視兩種理性投資人：新聞觀察者以及動能交易者如何去面對緩慢散播的新聞，作者的證據顯示短期若有對此種新聞的反應不足，則最終在長期會有過度反應的現象。作者也提出了兩個觀點：1. 資訊散播很緩慢的股票，無論是短期連續性或者長期反轉現象都會更加的明確。2.相較於公開資訊的宣告，一開始是隱密訊息所產生的長期反轉現象會更加明顯。

Antoniou, Lam, and Paudyal (2007)檢驗三個主要的歐洲市場，嘗試用經濟循環變數以及行為學上誤差來解釋動能策略的獲利能力。跟以往文獻不同的是，作者同時將風險基礎以及行為學基礎的變數套用在一個二階段的模型，去解釋動能策略的獲利。研究發現，雖然歐洲市場動能策略的獲利能力無法被預期資產定價模型解釋，那是因為全球經濟循環的改變，會造成資產定價的失敗。此外，作者也發現行為學上的變數並沒有很大的影響，而隨著經濟循環改變的風險因子卻能

解釋動能策略在歐洲市場的獲利能力。

Doukas, and McKnight (2005) 研究 1988 至 2001 年間 13 個歐洲股票市場的資料，對兩種解釋動能效果的行為學模型做樣本外的檢定，分別是 Hong and Stein (1999)的訊息逐漸散播模型以及 Barberis, Shleifer and Vishny (1998)的投資人保守偏誤模型，這兩個模型解釋動能效果來自於 1. 公司特定訊息的散播，以及，2. 投資人接收到新訊息時無法去充分地更新自己對股票的看法。研究結果發現與這兩種模型的預測相一致，且顯示動能效果是源自於 1. 隱密訊息的逐漸散播，以及，2. 因為投資人心裡的保守觀念而形成系統性誤差並低估新訊息影響的程度，而使得投資人沒有充分地更新自己的資訊便做出公司盈餘的預期。

Daniel, Hirshleifer, and Subrahmanyam (1998)基於投資人的行為模式提出了證券市場常會有反應不足以及反應過度現象的理論，研究認為一般投資人會有 1. 過度自信(overconfidence)的現象，即投資人會高估自身對資產價值評估的能力；2. 自我歸因(self-attribution)的現象，也就是投資人會將過去成功的投資歸因於自身精準的判斷，而忽略了其他影響因素。而投資人的這兩種行為皆易導致股票報酬在中期會有動能現象以及在長期會有反轉現象。

劉家俊 (2007)研究台灣證券交易所高價股的動能現象，包括華碩、威盛、聯發科、茂迪以及宏達電，樣本期間為 1998 至 2006 年。結果發現，高價股中的確存在動能現象。作者認為這是因為投資人在為實現資本利得出現時會迅速將股票出脫，造成股價短暫地被低估，使得機構法人買進股票進而造成股票之動能現象。

## 二、 公司特徵觀點

Grundy and Martin (2001)研究 1926 年 1 月至 1995 年七月間紐約證券交易所與美國證券交易所的上市股票，採用價格動能策略去檢測此段期間內價格動能策略能否獲取超額報酬。作者嘗試利用動態因子暴露來解釋動能策略的報酬，然而，雖然該因子為統計上顯著，但卻無法完全解釋動能策略的報酬，作者更認為，



動能策略報酬的來源有一部份是該動能本身。

Galariotis, Holmes, and Ma (2007)研究倫敦證券交易所於1964至2005年間的6531支股票，研究發現動能策略與反向操作策略有獲利能力。作者的分析控制了對於策略獲利性的潛在重要解釋，包括心裡特徵(如過度反應或反應不足)、超額報酬、季節性、規模大小以及微結構衍生的誤差，研究提供一種指標去衡量當忽略生存者誤差以及微結構誤差時會產生錯誤計算。研究結果發現反向操作策略以及動能策略的獲利能力無法被季節性、規模大小或者單一風險因子模型所解釋，而Fama-French的三因子模型可以解釋所有反向操作策略的獲利能力。

Yao (2006)使用動態主要成分法去預估一個動態因子模型，並使用該模型去辨認動能效果利潤的來源。樣本為1964至2001年間在紐約證券交易所與美國證券交易所交易的股票。作者發現一個系統性報酬的現象：動能效果利潤主要來源是一些動態系統性因子，而公司特性因子是不顯著的。作者也發現所預估的動態因子與所觀察到的經濟因子有部分的相關。

Lui, Strong, and Xu (1999)研究1977至1998年間英國股票市場，而結果顯示無論是整個樣本其間或者分割樣本期間裡，動能效果的利潤都是顯著的。而作者也透過分割樣本期間以及季節效果的分析，發現動能效果的利潤依然存在，另外作者也發現一些因子無法解釋動能效果利潤，如：平均報酬差異、規模大小、股價、面值/市值比以及本益比。因此，作者認為動能效果是由於市場對公司或產業的訊息反應不足所導致的，且該效果為一個顯著、獨立的現象。

周隆裕 (2006)以台灣證券交易所市值比重與成交值比重較大的六大類股為研究對象，分別是塑膠類股、鋼鐵類股、電子類股、金融類股、化學類股及紡織類股共134家上市公司，期間為1996至2005年，短期採用價格動能策略，長期採用DeBondt and Thaler (1985)提出的反向操作策略，探究投資組合的績效及檢視台灣股市是否存在過度反應或反應不足的現象。研究結果發現塑膠類股、化學類股、鋼鐵類股和資訊電子類股在短期與長期下報酬分別會有持續性以及反轉現象。結果也發現市場因素與公司規模對於動能策略與反向操作策略不具影響力，

而帳面價值與市值比與週轉率則對報酬有解釋力。

蘇雅君 (2005)研究 1992 至 2001 年間台灣證券交易所上市公司的股價報酬率，採用無重複期間(overlapping)的價格動能策略法去建構投資組合，探究動能策略的獲利性。結果發現，在全樣本與區分電子類股下，動能策略皆沒有顯著的獲利或虧損，而市值高低對於動能策略投資組合的報酬率沒有顯著的影響。

陳鴻毅 (2003)以 1973 至 2002 年間，對全球 20 個已開發國家股票市場作動能投資策略獲利性探討。結果顯示，動能策略獲利性是存在的，除了西班牙、芬蘭和亞洲外，其餘國家或區域的動能策略皆有正報酬。研究也發現動能策略的報酬與規模呈反向關係，且控制公司規模以及成長因素後，動能策略的獲利性會降低。此外，動能策略在一月的報酬是負的，其餘月份皆為正，顯示動能策略的報酬仍有元月效果。而在三因子風險調整後的動能策略報酬仍然存在。

林姿伶 (2002)以 1973 至 2000 年間，採用產業動能策略法，對工業七國(G8 裡俄羅斯除外)主要交易所掛牌交易的公司股價報酬率作獲利性探討。結果顯示，除了日本以外，各國股票市場裡皆有動能效果，尤以過去 12 個月為投資組合形成期，持有期為 3 個月的報酬率最高，而加拿大動能投資策略的獲利性又較其他國家好。結果也發現，小規模公司具有較強烈的動能效果。作者也表示，產業因素可能能夠解釋部分的動能效果，但卻不是動能策略獲利的主要來源。

何性賢 (2002)研究 MSCI(Morgan Stanley Capital Index)所認定之 18 個已開發國家主要交易所上市交易的公司股價報酬資料，期間為 1973 至 2000 年，分別採用價格動能策略法與產業動能策略法去建構投資組合。結果發現，在中期，除了亞洲以外，全球動能效果是存在的，且隨著持有期越長，獲利性越佳。而動能策略獲利性與規模因子有反向的關係。而動能策略報酬在經過二因子風險調整後，報酬依然存在。

林銘燦 (2001)以 1988 至 2001 年間台灣證券交易所上市的公司為研究對象，採用各種動能投資策略來觀察可能影響動能策略之因素。作者考慮了市值、每股盈餘、股價淨值比、淨值報酬率及週轉率。結果發現過去的週轉率可以作為

動能效果的大小和持續期間的指標，如高(低)週轉率贏家(輸家)的動能效果會較快的減少或反轉。

黃偉信 (2002)以 1996 至 2001 年間台灣證券交易所上市的公司股價為研究對象，嘗試利用前期報酬以及由前期報酬所形成的預期報酬來解釋動能效果。結果顯示台灣股票市場的確存在動能效果。結果也發現，在區分電子股與非電子股後，小型股具有較小的動能；而低淨值市值比的股票有較大的動能效果。

邱俞華 (2006)以 1992 至 2005 年間於台灣證券交易所上市的公司為研究對象，採用 Deaves and Miu (2005)之以超額報酬來篩選贏家與輸家投資組合，並研究中長期動能現象。結果顯示中期以長期皆有動能現象，且經過三因子模型風險調整後，動能策略仍然能獲取顯著的正報酬。結果也發現規模大的公司以及低帳面市值比的公司具有較大的動能效果。

劉志諒 (2002)以 1991 至 2001 年間台灣證券交易所上市公司股價資料，採用超額報酬來篩選動能策略投資組合，並嘗試以三因子模型去解釋動能效果。結果發現，市場風險與公司規模無法解釋動能投資報酬，而帳面價值市值比與動能投資報酬有顯著正相關。

鄭中誠 (2004)以 1992 至 2002 年間在台灣證券交易所上市的非金融類公司為研究對象，採用價格動能策略與 Lee & Swaminathan (2000)的週轉率動能策略去分析。研究結果發現，價格動能策略的確有獲利能力，而高週轉率、大規模與低淨值市價比會有較強的動能效果。

### 三、 其他

Muga and Santamaria (2007) 發現動能策略在拉丁美洲新興市場能產生利潤，作者認為，在這些市場裡，股票類型以及國家扮演了解釋動能效果的重要角色，但股票類型是更加重要的。對於風險趨避的投資者而言，贏家投資組合隨機地優於輸家投資組合，隱含了沒有與風險趨避相一致的資產定價模型可以理性化動能效果。

Cooper, Gutierrez and Hameed (2004)以橫斷面的的方式去檢驗短期動能以及長期反轉的過度反應理論。研究發現動能效果利潤與市場的狀況有關，在1929至1995年間，在多頭市場時，動能效果的月報酬率是0.93%，而在空頭市場時，報酬是-0.37%。而多頭市場的動能效果在長期會反轉。而作者也發現總體經濟因子無法去解釋動能效果。

Lewellen and Nagel (2006)檢視貝它(beta)的變動以及證券報酬是否對像動能效果之類的異常現象有解釋能力。結果發現有條件的資本資產定價模型(conditional CAPM)的解釋能力與非有條件的資本資產定價模型一樣差。

Griffin, Ji and Martin (2003)檢視總體經濟風險能否解釋國際上動能效果利潤。其結果發現，無論是Chen, Roll and Ross (1986)的因子模型或者是總體經濟風險變數模型，皆無法解釋動能效果的利潤。此外，作者發現國際上的動能效果無論在經濟狀況好或壞，皆是顯著的。

Chordia and Shivakumar (2002)嘗試用一些共同因子以及公司特定訊息來解釋動能效果，研究結果發現一些落後的總體經濟變數可以解數動能效果的利潤，而當調整這些總體經濟變數的預測能力時，動能效果的利潤會消失。

郭芝君 (2005)以1991至2005年間台灣證券交易所上市的電子公司為研究樣本，採用價格動能策略法組成投資組合，檢視動能策略在股市多空頭以及景氣循環期間的報酬變化。結果發現，動能策略在長期無法得到顯著的正報酬；而在景氣擴張及股市多頭時，贏家投資組合報酬率較高；在景氣衰退及股市空頭時，輸家策略報酬率較高。

曾家齊 (2005)以1996至2004年間台灣證券交易所上市的125家公司為研究對象，採用價格動能策略法，探討動能策略獲利性以及成因。結果顯示市場狀態能有效解釋動能策略的獲利能力。在景氣擴張、市場多頭期間，動能策略於9至12個月的持有期皆可獲取顯著正報酬；而當景氣緊縮、市場空頭時，報酬即呈現反轉現象，此時利用反向操作策略能獲取報酬。