

## 第四章 實證結果

### 第一節 月平均報酬率

在此章節裡，將呈現各動能策略在持有期為六個月下時的平均月報酬率，並將各動能策略建立投資組合後，六個月內的每個月月報酬率呈現出來，以方便檢視各動能策略投資組合在持有期內報酬率的變化。此外，也將樣本分為只有一月以及一月除外，以檢視依照各動能策略建立的投資組合是否會有元月效果。

#### 一、全樣本

表 4-1 呈現的是分別依據價格、產業、52 週高價動能策略法所建立之贏家與輸家投資組合，在持有期為六個月下的月平均報酬率。表中第一列呈現的是價格動能策略的贏家、輸家、贏家-輸家的投資組合平均月報酬率，第二列與第三列則分別為產業動能策略與 52 週高價動能策略的平均月報酬率。表中可以看到，價格動能策略與產業動能策略贏家-輸家投資組合的報酬率都較 52 週高價動能策略來的低，分別為 0.48% 與 0.31%，且都不顯著，而 52 週高價動能策略贏家-輸家投資組合的平均月報酬率則有 1.12%，且顯著異於零，其中更可以看到，52 週高價動能策略的贏家投資組合的平均月報酬率表現就很好，有 0.63% 的報酬率，且也顯著異於零。

表 4-2 則是將各動能投資策略在投資組合在六個月內的每個月平均報酬率呈現出來。表裡可以看到價格動能策略的贏家-輸家投資組合報酬率在前三個月的月報酬率皆為負的，直到第四個月以後才為正的。檢視其贏家與輸家投資組合的報酬率，可以發現報酬率在價格動能策略投資組合建構後的前三個月呈現反轉的現象，至第四個月又再度反轉，故依價格動能策略所建立的投資組合報酬率，其動能效果不明顯。

表 4-1 各動能策略平均月報酬率

表內呈現的為各動能策略的平均月報酬率(%), 而括號內為檢定報酬率是否為 0 之  $t$  統計值。價格動能策略是以過去六個月股票的報酬率, 對所有股票進行排序, 分別選擇前後各 10% 的股票為贏家與輸家投資組合; 產業動能策略是以過去六個月產業的報酬率, 對所有產業類別進行排序, 分別選擇前後各 3 產業類別為贏家與輸家投資組合; 52 週高價是以股票目前價格與股票 52 週高價比, 對所有股票進行排序, 分別選擇前後各 10% 的股票為贏家與輸家投資組合。各投資組合皆以均等權重的方式來組成贏家與輸家投資組合, 並持有六個月。

\*表示在 0.05 的顯著水準下, 具統計顯著性

\*\*表示在 0.01 的顯著水準下, 具統計顯著性

	贏家投資組合	輸家投資組合	贏家-輸家投資組合
價格動能策略	0.25 (0.73)	-0.24 (-0.65)	0.48 (1.66)
產業動能策略	0.39 (1.54)	0.08 (0.31)	0.31 (1.51)
52 週高價動能策略	0.63 (2.42)*	-0.48 (-1.16)	1.12 (3.88)**

而依產業動能策略法建立的輸家投資組合報酬率, 在前五個月內皆為正的, 顯示其輸家投資組合動能效果不明顯。最後看到 52 週高價動能策略的表現, 其贏家-輸家投資組合的報酬率, 在持有期內每個月的報酬率皆為正的, 且贏家(輸家)投資組合在持有期內的每個月報酬率, 也都為正(負)的, 顯示 52 週高價動能策略的動能效果較明顯。

## 二、元月效果檢視

表 4-3 呈現的是將全部樣本分為一月份以及一月份除外來分別計算各動能策略的表現, 以檢視元月效果是否存在於動能策略建立的投資組合內。表裡可以發現, 無論是哪一種動能投資策略、贏家或輸家投資組合, 在一月份的表現都非常好, 且皆顯著異於零, 而輸家投資組合的報酬率皆高於贏家投資組合, 例如價格動能策略輸家於一月份報酬率為 8.16%, 而 52 週高價動能策略輸家為 10.65%, 這使得各動能策略贏家-輸家投資組合在一月份的表現會非常的差, 價格動能策略為-4.44%、產業動能策略為-0.39%、52 週高價動能策略為-7.38%, 由此可以看出動能策略建立的投資組合報酬率的元月效果很強, 而輸家投資組合的效果更勝於贏家投資組合。因此, 元月效果會影響到上一個部分未將一月份獨立

分出來的結果，故在此也呈現一月份除外的平均月報酬率，可以發現在一月除外後，價格動能策略與 52 週動能策略的表現比未將一月份除外的表現好很多，例如價格動能策略贏家-輸家投資組合在未將一月份除外時的平均月報酬為 0.48%(如表 4-1 所示)，將一月份除外後則平均月報酬率則為 0.93%，且顯著異於零。而 52 週高價動能策略贏家-輸家投資組合在未將一月份除外時的平均報酬率為 1.12%(如表 4-1 所示)，將一月份除外後則平均月報酬率為 1.85%，同樣也顯著異於零。表示元月效果對價格動能策略與 52 週高價動能策略有很大的影響。

表 4-2 各動能策略於持有期間內單月報酬率之變化

表內呈現的為各動能策略的在投資組合持有期內的每個月平均報酬率(%), 而括號內為檢定報酬率是否為 0 之 *t* 統計值。價格動能策略是以過去六個月股票的報酬率, 對所有股票進行排序, 分別選擇前後各 10% 的股票為贏家與輸家投資組合; 產業動能策略是以過去六個月產業的報酬率, 對所有產業類別進行排序, 分別選擇前後各 3 產業類別為贏家與輸家投資組合; 52 週高價是以股票目前價格與股票 52 週高價比, 對所有股票進行排序, 分別選擇前後各 10% 的股票為贏家與輸家投資組合。各投資組合皆以均等權重的方式來組成。

\*表示在 0.05 的顯著水準下, 具統計顯著性  
 \*\*表示在 0.01 的顯著水準下, 具統計顯著性

		贏家投資組合	輸家投資組合	贏家-輸家投資組合
價格動能策略	第一個月	-0.12(-0.15)	0.43(0.45)	-0.55(-0.68)
	第二個月	-0.19(-0.22)	0.24(0.25)	-0.43(-0.54)
	第三個月	-0.11(-0.13)	-0.08(-0.08)	-0.03(-0.04)
	第四個月	0.22(0.27)	-0.46(-0.50)	0.69(0.96)
	第五個月	0.76(0.88)	-0.69(-0.77)	1.45(2.08)*
	第六個月	0.68(0.78)	-0.90(-1.00)	1.58(2.36)*
產業動能策略	第一個月	0.12(0.19)	0.11(0.18)	0.00(0.01)
	第二個月	0.34(0.52)	0.03(0.04)	0.31(0.58)
	第三個月	0.17(0.27)	0.26(0.38)	-0.08(-0.16)
	第四個月	0.30(0.46)	0.01(0.01)	0.29(0.54)
	第五個月	0.42(0.69)	0.05(0.08)	0.37(0.73)
	第六個月	0.59(0.96)	-0.27(-0.44)	0.85(1.65)
52 週高價動能策略	第一個月	1.29(2.08)*	-0.05(-0.05)	1.35(1.87)
	第二個月	0.70(1.14)	-0.29(-0.28)	0.99(1.32)
	第三個月	0.50(0.79)	-0.34(-0.32)	0.84(1.11)
	第四個月	0.45(0.69)	-0.53(-0.50)	0.98(1.35)
	第五個月	0.67(1.01)	-0.74(-0.74)	1.41(2.15)*
	第六個月	0.18(0.27)	-0.95(-0.99)	1.13(1.81)

表 4-3 一月效果檢驗表

表內呈現的為各動能策略的在投資組合持有期內的平均月報酬率(%), 將所有樣本分為一月份以及一月份以外的月份來進行計算。而括號內為檢定報酬率是否為 0 之  $t$  統計值。價格動能策略是以過去六個月股票的報酬率, 對所有股票進行排序, 分別選擇前後各 10% 的股票為贏家與輸家投資組合; 產業動能策略是以過去六個月產業的報酬率, 對所有產業類別進行排序, 分別選擇前後各 3 產業類別為贏家與輸家投資組合; 52 週高價是以股票目前價格與股票 52 週高價比, 對所有股票進行排序, 分別選擇前後各 10% 的股票為贏家與輸家投資組合。各投資組合皆以均等權重的方式來組成。

\*表示在 0.05 的顯著水準下, 具統計顯著性  
\*\*表示在 0.01 的顯著水準下, 具統計顯著性

動能策略與贏家/輸家組合		只有一月份	一月份除外
價格動能策略	贏家投資組合	3.72(2.75)**	-0.07(-0.20)
	輸家投資組合	8.16(4.19)**	-1.00(-2.77)**
	贏家-輸家投資組合	-4.44(-3.06)**	0.93(3.21)**
產業動能策略	贏家投資組合	4.08(3.28)**	0.06(0.22)
	輸家投資組合	4.46(3.73)**	-0.32(-1.24)
	贏家-輸家投資組合	-0.39(-0.37)	0.37(1.83)
52 週高價動能策略	贏家投資組合	3.26(3.07)**	0.40(1.50)
	輸家投資組合	10.65(5.29)**	-1.45(-3.46)**
	贏家-輸家投資組合	-7.38(-5.43)**	1.85(6.39)**

## 第二節 配對比較

在此將價格動能策略、產業動能策略、52 週高價動能策略兩兩配對, 以兩層篩選方式去選取股票並建立投資組合, 並計算持有六個月下的平均月報酬率, 以此來判斷某動能投資策略的篩選方式是否優於另一種動能策略的篩選方式。在此分為價格動能策略(稱 JT) vs 52 週高價動能策略(稱 FH)、產業動能策略(稱 MG) vs 52 週高價動能策略、價格動能策略 vs 產業動能策略來進行比較分析。另外, 也將樣本分為全部樣本與一月份除外。

## 一、 JT vs FH

表 4-4 呈現的是 JT 動能策略與 FH 動能策略的配對分析結果。在表 4-4 的 Panel A 裡，呈現的是先依據 JT 動能策略選取贏家與輸家後，再分別從贏家與輸家裡選取出同樣為 FH 法的贏家與輸家來建立投資組合，Panel B 為顛倒選取策略方式順序後結果。在 Panel A 裡可以發現 FH 動能策略法在 JT 動能策略法選取出的贏家裡面仍然維持其獲利能力，贏家-輸家投資組合的平均月報酬率為 3.51%，而一月除外則為 3.47%，且皆顯著異於零。而在 Panel B 裡，發現 JT 法仍然沒有顯著的獲利能力，其中在 FH 法下的輸家投資組合裡，再選取出同為 JT 法的贏家與輸家投資組合後，贏家-輸家投資組合甚至為負的，全樣本時為 -2.33%，而一月除外時為 -1.64%。由此比較分析可以看出 FH 法的獲利能力優於 JT 法，或者可以說部分 JT 法選取的股票可為 FH 法選取的股票所取代。

## 二、 MG vs FH

表 4-5 呈現的是 MG 動能策略與 FH 動能策略的配對分析結果。在表 4-5 的 Panel A 裡，可以看到 FH 法在 MG 動能策略法下建構的輸家投資組合裡仍然有獲利能力，其一月除外的贏家-輸家投資組合報酬率為 1.93%，且顯著異於零。而在 Panel B 裡，MG 法在 FH 動能策略法下建構的贏家與輸家投資組合裡，無論一月有無除外，皆沒有顯著的獲利能力，而由先前的結果可以知道 FH 法的有顯著獲利能力(如表 4-1 所示)，然而再經由 MG 法篩選後，該獲利能力便消失了。故由此比較分析結果可以發現 FH 法的獲利能力較 MG 法佳，或者可以說部分依據 MG 法選取的股票可由 FH 法選取的股票代替。

## 三、 JT vs MG

表 4-6 呈現的是 JT 動能策略與 MG 動能策略的配對分析結果。在表 4-6 的 Panel A 與 Panel B 裡，可以發現無論是先依據 JT 法還是 MG 法篩選股票，在贏

家-輸家投資組合裡皆沒有發現顯著的獲利能力，顯示無法分出兩種策略的篩選方法的優劣。

表 4-4 價格動能策略 vs 52 週高價動能策略配對比較分析結果

表內呈現的為各採用兩種動能策略進行篩選的投資組合在持有期內的平均月報酬率(%), 並將所有樣本分為一月份以及一月份以外的月份來進行計算。表內 Panel A 是先依價格動能策略(JT 法)進行篩選, 分為贏家與輸家, 再從價格動能策略贏家與輸家裡分別選取同樣為 52 週高價動能策略(FH 法)贏家或輸家, 建立投資組合。而表內 Panel B 則是兩種動能策略先後篩選順序顛倒。而括號內為檢定報酬率是否為 0 之 *t* 統計值。價格動能策略是以過去六個月股票的報酬率, 對所有股票進行排序, 分別選擇前後各 10% 的股票為贏家與輸家投資組合; 產業動能策略是以過去六個月產業的報酬率, 對所有產業類別進行排序, 分別選擇前後各 3 產業類別為贏家與輸家投資組合; 52 週高價是以股票目前價格與股票 52 週高價比, 對所有股票進行排序, 分別選擇前後各 10% 的股票為贏家與輸家投資組合。各投資組合皆以均等權重的方式來組成。

\*表示在 0.05 的顯著水準下, 具統計顯著性

\*\*表示在 0.01 的顯著水準下, 具統計顯著性

Panel A			
採 JT 動能策略法建構的投資組合	採 FH 動能策略法建構的投資組合	全樣本	一月份除外
贏家	贏家	0.49 (1.20)	0.28 (0.67)
	輸家	-3.02 (-3.54)**	-3.18 (-3.45)**
	贏家 - 輸家	3.51 (4.20)**	3.47 (3.90)**
輸家	贏家	-0.69 (-0.36)	-0.69 (-0.36)
	輸家	-0.69 (-1.42)	-1.54 (-3.08)**
	贏家 - 輸家	0.00 (0.00)	0.86 (0.25)
Panel B			
採 FH 動能策略法建構的投資組合	採 JT 動能策略法建構的投資組合	全樣本	一月份除外
贏家	贏家	0.49 (1.20)	0.28 (0.67)
	輸家	-0.69 (-0.36)	-0.69 (-0.36)
	贏家 - 輸家	1.18 (0.42)	0.97 (0.33)
輸家	贏家	-3.02 (-3.54)**	-3.18 (-3.45)**
	輸家	-0.69 (-1.42)	-1.54 (-3.08)**
	贏家 - 輸家	-2.33 (-2.57)**	-1.64 (-1.71)

表 4-5 產業動能策略 vs 52 週高價動能策略配對分析結果

表內呈現的為各採用兩種動能策略進行篩選的投資組合在持有期內的平均月報酬率(%), 並將所有樣本分為一月份以及一月份以外的月份來進行計算。表內 Panel A 是先依產業動能策略(MG 法)進行篩選, 分為贏家與輸家, 再從產業動能策略贏家與輸家裡分別選取同樣為 52 週高價動能策略(FH 法)贏家或輸家, 建立投資組合。而表內 Panel B 則是兩種動能策略先後篩選順序顛倒。而括號內為檢定報酬率是否為 0 之  $t$  統計值。價格動能策略是以過去六個月股票的報酬率, 對所有股票進行排序, 分別選擇前後各 10% 的股票為贏家與輸家投資組合; 產業動能策略是以過去六個月產業的報酬率, 對所有產業類別進行排序, 分別選擇前後各 3 產業類別為贏家與輸家投資組合; 52 週高價是以股票目前價格與股票 52 週高價比, 對所有股票進行排序, 分別選擇前後各 10% 的股票為贏家與輸家投資組合。各投資組合皆以均等權重的方式來組成。

\*表示在 0.05 的顯著水準下, 具統計顯著性

\*\*表示在 0.01 的顯著水準下, 具統計顯著性

Panel A			
採 MG 動能策略法建構的投資組合	採 FH 動能策略法建構的投資組合	全樣本	一月份除外
贏家	贏家	0.68 (1.85)	0.39 (1.00)
	輸家	0.17 (0.34)	0.02 (0.04)
	贏家 - 輸家	0.51 (0.81)	0.37 (0.54)
輸家	贏家	0.70 (1.59)	0.82 (1.79)
	輸家	-0.40 (-0.77)	-1.11 (-1.94)
	贏家 - 輸家	1.10 (1.60)	1.93 (2.59)**
Panel B			
採 FH 動能策略法建構的投資組合	採 MG 動能策略法建構的投資組合	全樣本	一月份除外
贏家	贏家	0.68 (1.85)	0.39 (1.00)
	輸家	0.70 (1.59)	0.82 (1.79)
	贏家 - 輸家	-0.02 (-0.03)	-0.43 (-0.71)
輸家	贏家	0.17 (0.34)	0.02 (0.04)
	輸家	-0.40 (-0.77)	-1.11 (-1.94)
	贏家 - 輸家	0.57 (0.78)	1.13 (1.39)



表 4-6 價格動能策略 vs 產業動能策略配對比較分析

表內呈現的為各採用兩種動能策略進行篩選的投資組合在持有期內的平均月報酬率(%), 並將所有樣本分為一月份以及一月份以外的月份來進行計算。表內 Panel A 是先依價格動能策略(JT 法)進行篩選, 分為贏家與輸家, 再從價格動能策略贏家與輸家裡分別選取同樣為產業動能策略(MG 法)贏家或輸家, 建立投資組合。而表內 Panel B 則是兩種動能策略先後篩選順序顛倒。而括號內為檢定報酬率是否為 0 之  $t$  統計值。價格動能策略是以過去六個月股票的報酬率, 對所有股票進行排序, 分別選擇前後各 10% 的股票為贏家與輸家投資組合; 產業動能策略是以過去六個月產業的報酬率, 對所有產業類別進行排序, 分別選擇前後各 3 產業類別為贏家與輸家投資組合; 52 週高價是以股票目前價格與股票 52 週高價比, 對所有股票進行排序, 分別選擇前後各 10% 的股票為贏家與輸家投資組合。各投資組合皆以均等權重的方式來組成。

\*表示在 0.05 的顯著水準下, 具統計顯著性

\*\*表示在 0.01 的顯著水準下, 具統計顯著性

Panel A			
採 JT 動能策略法建構的投資組合	採 MG 動能策略法建構的投資組合	全樣本	一月份除外
贏家	贏家	0.30 (0.70)	-0.10 (-0.20)
	輸家	-0.33 (-0.56)	-0.14 (-0.23)
	贏家 - 輸家	0.63 (0.89)	0.04 (0.06)
輸家	贏家	0.37 (0.74)	-0.73 (-1.61)
	輸家	-0.35 (-0.79)	-1.18 (-2.41)*
	贏家 - 輸家	0.72 (1.08)	0.45 (0.65)
Panel B			
採 JT 動能策略法建構的投資組合	採 MG 動能策略法建構的投資組合	全樣本	一月除外
贏家	贏家	0.30 (0.70)	-0.10 (-0.20)
	輸家	0.37 (0.74)	-0.73 (-1.61)
	贏家 - 輸家	-0.06 (-0.09)	0.63 (0.93)
輸家	贏家	-0.33 (-0.56)	-0.14 (-0.23)
	輸家	-0.35 (-0.79)	-1.18 (-2.41)*
	贏家 - 輸家	0.02 (0.03)	1.03 (1.33)

### 第三節 迴歸分析

在此我們利用於第三章說明過的迴歸分析來比較三種動能投資策略的優劣性。此方法較之前的配對比較分析來的謹慎且強力。而在此我們將呈現持有期為

六個月以及持有期十二個月的結果，並分別進行風險調整。而之前提到過投資組合形成期與建立期間 Lag 一期的影響，由於本研究結果發現有無 Lag 一期的結果差異不大，故將 Lag 一期的結果放置在附錄中，在本章節中，只放置無 Lag 一期的結果。

### 一、 持有期六個月

表 4-7 呈現的是持有期為六個月下依據第三章中的公式(1)的迴歸式所得到的平均係數，並以此當作該變數所能產生的原始報酬率。再依據第三章中的公式(2)至公式(10)的 F-F 三因子模型進行風險調整，並以 F-F 三因子模型結果的截距項為風險調整後的報酬。從表 4-7 中可以更加確定之前配對分析的結果，在全樣本下的原始報酬率 52 週高價動能策略的獲利性優於價格動能策略與產業動能策略，其贏家-輸家投資組合的原始報酬率為 1.29%，且顯著異於零，而價格動能策略與產業動能策略的原始報酬率分別為-0.03%與 0.36%，皆不顯著。而在一月份除外下，52 週高價動能策略的獲利能力提升至 1.78%，且更為顯著，而價格動能策略與產業動能策略分別為 0.24%與 0.30%，仍然為不顯著。而我們也發現前一期的報酬與公司規模大小對報酬率沒有解釋能力，且截距項也不顯著異於零，代表原始報酬能完全被前一期報酬、公司規模大小、以及各動能投資策略所解釋。

而從經過風險調整後的報酬率，可以發現無論哪一種策略的贏家-輸家投資組合皆為負的，在全樣本下，價格動能策略、產業動能策略、52 週高價動能策略贏家-輸家投資組合風險調整後報酬率分別為-1.24%、-0.74%、-0.76%，但只有價格動能策略是顯著異於零的。表示在經過風險調整後，價格動能策略會得到顯著的負報酬率，而產業動能策略與 52 週高價動能策略沒有顯著的獲利能力。在一月份除外後，結果與全樣本下相似，然而產業動能策略的獲利能力變為顯著的負報酬率。探究其主要原因，可以發現無論是依據哪一種動能策略，贏家投資組合的風險調整後報酬率皆降低許多，甚至轉為負的報酬率；而輸家投資組合除了 52 週動能策略有大幅提昇外，價格與產業動能策略輸家的變化較小。例如 52 週

高價一月份除外的贏家(輸家)投資組合報酬率，在未調整風險前為 0.69%(-1.09%)，而在經過風險調整後則為-0.16%(0.06%)，進而造成整個贏家-輸家投資組合的報酬率為負的。其背後很有可能是依照動能投資策略所選取的贏家(輸家)投資組合的風險較高(低)，而使得其風險調整過後的報酬率會降低(提升)。

表 4-7 持有期為六個月下迴歸模型結果

表內呈現的結果可以分為原始報酬率(%)與風險調整後報酬率(%),兩者的結果在區分為全樣本之下與一月份除外之下的結果,而括號內為檢定報酬率是否為 0 之  $t$  統計值。原始報酬率的結果是公式(1)中各變數係數在持有期  $j=6$  下的平均值。風險調整後報酬率是基於 F-F 三因子風險調整模型,也就是公式(2)~(13)的截距項。JTW、JTL 分別代表價格動能策略的贏家與輸家投資組合;MGW、MGL 分別代表產業動能策略的贏家與輸家投資組合;FHW、FHL 分別代表 52 週高價的贏家與輸家投資組合。價格動能策略是以過去六個月股票的報酬率,對所有股票進行排序,分別選擇前後各 10% 的股票為贏家與輸家投資組合;產業動能策略是以過去六個月產業的報酬率,對所有產業類別進行排序,分別選擇前後各 3 產業類別為贏家與輸家投資組合;52 週高價是以股票目前價格與股票 52 週高價比,對所有股票進行排序,分別選擇前後各 10% 的股票為贏家與輸家投資組合。各投資組合皆以均等權重的方式來組成。

\*表示在 0.05 的顯著水準下,具統計顯著性  
\*\*表示在 0.01 的顯著水準下,具統計顯著性

	原始報酬率		風險調整後報酬率	
	全樣本	一月份除外	全樣本	一月份除外
Intercept	-0.32(-0.46)	-0.65(-1.00)	1.13(3.56)**	1.15(3.43)**
R(t-1)	-0.01(-0.87)	0.00(-0.14)	-0.27(-13.78)**	-0.26(-13.37)**
Size(t-1)	0.00(-0.21)	0.00(-0.06)	-0.25(-17.06)**	-0.25(-15.99)**
JTW	-0.29(-1.04)	-0.21(-0.75)	-1.26(-4.66)**	-1.19(-4.32)**
JTL	-0.26(-1.33)	-0.45(-2.57)**	-0.27(-1.29)	-0.44(-2.32)*
MGW	0.58(1.74)	0.44(1.31)	-0.36(-1.01)	-0.67(-1.86)
MGL	0.21(0.88)	0.14(0.67)	0.12(0.44)	0.07(0.30)
FHW	0.50(2.23)*	0.69(3.24)**	-0.33(-1.54)	-0.16(-0.75)
FHL	-0.76(-2.10)*	-1.09(-3.00)**	0.18(0.62)	0.06(0.20)
JTW-JTL	-0.03(-0.07)	0.24(0.65)	-1.24(-3.09)**	-0.99(-2.60)**
MGW-MGL	0.36(0.83)	0.30(0.7)	-0.74(-1.57)	-0.99(-2.14)*
FHW-FHL	1.26(2.39)*	1.78(3.48)**	-0.76(-1.81)	-0.47(-1.12)

## 二、 持有期十二個月

表 4-8 呈現的是當持有期為十二個月時的結果,藉此用以檢視動能策略投資

組合的報酬率是否會有反轉的現象。藉由比較表 4-7 持有六個月的結果與表 4-8 持有十二個月的結果，可以發現產業動能投資策略與 52 週高價動能投資策略在持有期為十二個月時原始報酬率出現了反轉的現象。產業動能策略贏家(輸家)投資組合於持有期為六個月時的原始報酬率為 0.58%(0.21%)，而當持有期時為十二個月時，原始報酬率降(提升)至 0.15%(0.31%)；52 週高價動能策略贏家(輸家)投資組合於持有期為六個月時的原始報酬率為 0.50%(-0.76%)，而當持有期為十二個月時，原始報酬率降(提升)至 0.19%(-0.46%)，而一月份除外的結果也是相同。這顯示產業動能策略與 52 週高價動能策略投資組合於第七個月至十二個月時的報酬率出現反轉的現象，而使得計算出來的平均報酬率也出現了反轉現象。然而，雖然 52 週高價動能策略報酬率於持有期為十二個月時出現反轉現象，但在一月份除外的贏家-輸家投資組合報酬率依然有 1.15%，且為顯著。而價格動能策略的輸家投資組合在持有期為十二個月時，非但沒有出現反轉現象，其報酬率動能效果更為加強了，在持有期為六個月下時，原始報酬率為-0.26%，而當持有十二個月時，原始報酬率降為-0.47%，且從持有期為六個月時不顯著到持有期為十二個月時顯著異於零。一月份除外的結果也相似。

而持有期為十二個月時的風險調整後報酬率的變化大致與持有期六個月時相似。然而在持有期十二個月時，一月份除外與否，發現不止 52 週高價動能策略的贏家(輸家)投資組合的風險調整後報酬率大幅降低(提升)，價格動能策略與產業動能策略皆有如此現象，顯示當持有期拉長至十二個月時，三種動能策略選的贏家(輸家)投資組合風險仍然較高(低)，而導致風險調整後的報酬率會降低(提升)。此外，三種動能策略的贏家-輸家投資組合風險調整後報酬率皆為負的，且顯著異於零。

表 4-8 持有期為十二個月下迴歸模型結果

表內呈現的結果可以分為原始報酬率(%)與風險調整後報酬率(%),兩者的結果在區分為全樣本之下與一月份除外之下的結果,而括號內為檢定報酬率是否為 0 之  $t$  統計值。原始報酬率的結果是公式(1)中各變數係數在持有期  $j=12$  下的平均值。風險調整後報酬率是基於 F-F 三因子風險調整模型,也就是公式(2)~(13)的截距項。JTW、JTL 分別代表價格動能策略的贏家與輸家投資組合;MGW、MGL 分別代表產業動能策略的贏家與輸家投資組合;FHW、FHL 分別代表 52 週高價的贏家與輸家投資組合。價格動能策略是以過去六個月股票的報酬率,對所有股票進行排序,分別選擇前後各 10% 的股票為贏家與輸家投資組合;產業動能策略是以過去六個月產業的報酬率,對所有產業類別進行排序,分別選擇前後各 3 產業類別為贏家與輸家投資組合;52 週高價是以股票目前價格與股票 52 週高價比,對所有股票進行排序,分別選擇前後各 10% 的股票為贏家與輸家投資組合。各投資組合皆以均等權重的方式來組成。

\*表示在 0.05 的顯著水準下,具統計顯著性  
\*\*表示在 0.01 的顯著水準下,具統計顯著性

	原始報酬率		風險調整後報酬率	
	全樣本	一月份除外	全樣本	一月份除外
Intercept	-0.37(-0.53)	-0.74(-1.09)	1.14(3.54)**	1.14(3.31)**
R(t-1)	-0.01(-0.82)	0.00(-0.05)	-0.26(-13.43)**	-0.25(-13.00)**
Size(t-1)	0.00(0.62)	0.00(0.87)	-0.24(-16.67)**	-0.24(-15.53)**
JTW	-0.45(-1.85)	-0.44(-1.73)	-1.31(-5.86)**	-1.32(-5.72)**
JTL	-0.47(-2.76)**	-0.60(-3.87)**	-0.37(-2.14)	-0.44(-2.76)**
MGW	0.15(0.53)	-0.04(-0.14)	-0.73(-2.46)*	-1.00(-3.29)**
MGL	0.31(1.70)	0.28(1.62)	0.04(0.21)	0.06(0.31)
FHW	0.19(0.99)	0.38(2.07)*	-0.63(-3.65)**	-0.46(-2.59)**
FHL	-0.46(-1.40)	-0.77(-2.33)*	0.32(1.18)	0.18(0.62)
JTW-JTL	0.02(0.07)	0.17(0.52)	-1.18(-3.65)**	-1.13(-3.61)**
MGW-MGL	-0.16(-0.45)	-0.32(-0.86)	-1.02(-2.66)**	-1.30(-3.30)**
FHW-FHL	0.66(1.35)	1.15(2.45)*	-1.20(-3.07)**	-0.88(-2.19)*

#### 第四節 強韌性檢定

在本章節將對上一節的迴歸結果作強韌性檢驗。採用的方法是如同第三章所介紹的,以另一個定錨指標來選取前後各 10% 的股票為贏家與輸家投資組合,再加入到迴歸模型裡進行分析,並檢視其結果是否會有較大之改變。而同樣的,將結果分為持有期六個月與十二個月來進行分析。

## 一、持有期為六個月

表 4-9 呈現持有期為六個月的迴歸結果，GHW 與 GHL 即是定錨效果指標的贏家與輸家投資組合。從表中可以發現該定錨效果非常強，在全樣本之下，定錨效果指標贏家與輸家投資組合的原始報酬率分別為 2.68% 與 -1.36%，而贏家-輸家投資組合原始報酬率為 4.03%，且皆非常顯著的異於零。比較表 4-7 與表 4-9 可以發現，加入該定錨效果後，皆大幅減弱價格與 52 週高價動能策略的獲利能力，以 52 週高價動能策略為例，在全樣本下，贏家投資組合的原始報酬率由 0.50% 變為 0.10%，而輸家投資組合原始報酬率由 -0.76% 變為 -0.55%，贏家-輸家投資組合原始報酬率由 1.26% 變為 0.65%，且不顯著異於零。表示該定錨效果指標選取出來的股票部分與 52 週高價動能策略重疊且擁有更強的解釋能力，而使得 52 週高價動能策略的獲利能力被稀釋甚至不顯著了。而將一月份除外的結果也大致相同，定錨效果更為強烈，贏家-輸家投資組合提升為 4.37% 且同樣非常顯著。然而在一月份除外後 52 週高價動能策略法的獲利能力雖然減弱，贏家-輸家投資組合原始報酬率為 1.09%，但仍顯著異於零。

而在風險調整後報酬率部分，可以發現定錨效果帶來的報酬率減弱了，贏家-輸家投資組合風險調整後報酬率為 2.00%，一月除外後為 2.19%，但同樣很顯著異於零。而價格、產業、52 週高價動能策略風險調整後的表現大致與加入定錨效果前相同，皆無法帶來正的風險調整後報酬率，例如全樣本下的贏家-輸家投資組合風險調整後報酬分別為 -1.49%、-0.72%、-0.99%，且皆為顯著，同樣代表著這三種動能投資策略在風險調整後無法獲得正的報酬率。而同樣觀察各動能策略贏家與輸家的表現，發現主因還是贏家的風險調整後報酬率降低非常多，而使得贏家-輸家投資組合風險調整後報酬率為負的，這同樣也代表，再考慮定錨效果後，各動能策略的贏家可能因為風險較高，而使得風險調整過後報酬率大幅降低。

## 二、持有期為十二個月

表 4-10 為持有期為十二個月時加入定錨效果指標後的迴歸分析結果，藉由比較表 4-9 與表 4-10 可以發現無論是動能投資策略或是定錨效果，在持有期為十二個月時，原始報酬率皆出現了反轉的現象，例如在全樣本下，52 週高價動能策略贏家(輸家)投資組合在持有期六個月時報酬率為 0.10%(-0.55%)，而當持有期為十二個月時報酬率降低(提升)為 0.00%(-0.39%)；定錨效果指標贏家(輸家)投資組合的報酬率從持有期六個月時的 2.68%(-1.38)，而當持有期為十二個月時，報酬率降低(提升)為 1.57%(-0.77%)。皆顯示動能策略投資組合報酬率與定錨效果指標投資組合於建立後第七個月後，報酬率出現反轉現象，即動能效果都不持久。

而風險調整後報酬率的結果，在各動能策略的結果大致與持有期六個月時的結果相同。然而，定錨效果指標的報酬率在風險調整過後卻大幅降低，以全樣本為例，贏家-輸家投資組合的報酬率從未調整風險前的 2.35%，調整風險後降低為 0.35%，且不顯著異於零。分別檢視定錨效果指標贏家與輸家投資組合報酬率的表現，可以發現與動能策略的情況相同，即可能贏家(輸家)投資組合的風險較高(低)，故風險調整後的報酬會降低(提高)，而導致贏家-輸家投資組合風險調整後報酬率大幅降低。

表 4-9 持有期為六個月下，加入定錨效果指標迴歸模型結果

表內呈現的結果可以分為原始報酬率(%)與風險調整後報酬率(%),兩者的結果在區分為全樣本之下與一月份除外之下的結果,而括號內為檢定報酬率是否為 0 之  $t$  統計值。原始報酬率的結果是公式(14)中加入定錨效果指標後迴歸模型各變數係數在持有期  $j=6$  下的平均值。風險調整後報酬率是基於 F-F 三因子風險調整模型,也就是公式(2)~(13)與公式(15)~(17)的截距項。JTW、JTL 分別代表價格動能策略的贏家與輸家投資組合;MGW、MGL 分別代表產業動能策略的贏家與輸家投資組合;FHW、FHL 分別代表 52 週高價的贏家與輸家投資組合。GHW、GHL 分別代表定錨效果指標的贏家與輸家投資組合。價格動能策略是以過去六個月股票的報酬率,對所有股票進行排序,分別選擇前後各 10% 的股票為贏家與輸家投資組合;產業動能策略是以過去六個月產業的報酬率,對所有產業類別進行排序,分別選擇前後各 3 產業類別為贏家與輸家投資組合;52 週高價是以股票目前價格與股票 52 週高價比,對所有股票進行排序,分別選擇前後各 10% 的股票為贏家與輸家投資組合。定錨效果指標是以第三章中定義的資本利得率,對所有股票進行排序,分別選擇前後各 10% 的股票為贏家與輸家投資組合。各投資組合皆以均等權重的方式來組成。

\*表示在 0.05 的顯著水準下,具統計顯著性

\*\*表示在 0.01 的顯著水準下,具統計顯著性

	原始報酬率		風險調整後報酬率	
	全樣本	一月份除外	全樣本	一月份除外
Intercept	-0.58(-0.83)	-0.88(-1.30)	0.87(2.73)**	0.91(2.68)**
R(t-1)	-0.02(-1.86)	-0.01(-1.12)	-0.27(-13.85)**	-0.26(-13.42)**
Size(t-1)	0.00(0.16)	0.00(0.03)	-0.24(-16.65)**	-0.24(-15.53)**
JTW	-0.58(-2.19)*	-0.50(-1.82)	-1.47(-5.71)**	-1.38(-5.25)**
JTL	-0.09(-0.46)	-0.25(-1.42)	-0.22(-1.08)	-0.36(-1.84)
MGW	0.50(1.49)	0.38(1.12)	-0.37(-1.01)	-0.65(-1.82)
MGL	0.22(0.88)	0.14(0.68)	0.11(0.39)	0.05(0.23)
FHW	0.10(0.50)	0.28(1.39)	-0.66(-3.49)**	-0.51(-2.64)**
FHL	-0.55(-1.66)	-0.81(-2.48)*	0.09(0.34)	-0.01(-0.05)
GHW	2.68(12.55)**	2.75(12.84)**	2.24(9.24)**	2.28(9.21)**
GHL	-1.36(-3.64)**	-1.62(-4.29)**	-0.01(-0.02)	-0.15(-0.45)
JTW-JTL	-0.50(-1.39)	-0.25(-0.70)	-1.49(-3.87)**	-1.26(-3.38)**
MGW-MGL	0.28(0.64)	0.25(0.57)	-0.72(-1.53)	-0.95(-2.07)*
FHW-FHL	0.65(1.37)	1.09(2.36)*	-0.99(-2.65)**	-0.74(-1.92)
GHW-GHL	4.03(8.49)**	4.37(9.27)**	2.00(4.61)**	2.19(5.05)**



表 4-10 持有期為十二個月下，加入定錨效果指標迴歸模型結果

表內呈現的結果可以分為原始報酬率(%)與風險調整後報酬率(%),兩者的結果在區分為全樣本之下與一月份除外之下的結果,而括號內為檢定報酬率是否為 0 之  $t$  統計值。原始報酬率的結果是公式(14)中加入定錨效果指標後迴歸模型各變數係數在持有期  $j=12$  下的平均值。風險調整後報酬率是基於 F-F 三因子風險調整模型,也就是公式(2)~(13)與公式(15)~(17)的截距項。JTW、JTL 分別代表價格動能策略的贏家與輸家投資組合;MGW、MGL 分別代表產業動能策略的贏家與輸家投資組合;FHW、FHL 分別代表 52 週高價的贏家與輸家投資組合。GHW、GHL 分別代表定錨效果指標的贏家與輸家投資組合。價格動能策略是以過去六個月股票的報酬率,對所有股票進行排序,分別選擇前後各 10% 的股票為贏家與輸家投資組合;產業動能策略是以過去六個月產業的報酬率,對所有產業類別進行排序,分別選擇前後各 3 產業類別為贏家與輸家投資組合;52 週高價是以股票目前價格與股票 52 週高價比,對所有股票進行排序,分別選擇前後各 10% 的股票為贏家與輸家投資組合。定錨效果指標是以第三章中定義的資本利得率,對所有股票進行排序,分別選擇前後各 10% 的股票為贏家與輸家投資組合。各投資組合皆以均等權重的方式來組成。

\*表示在 0.05 的顯著水準下,具統計顯著性

\*\*表示在 0.01 的顯著水準下,具統計顯著性

	原始報酬率		風險調整後報酬率	
	全樣本	一月份除外	全樣本	一月份除外
Intercept	-0.50(-0.72)	-0.79(-1.19)	1.00(3.14)**	1.02(3.01)**
R(t-1)	-0.02(-1.42)	-0.01(-0.61)	-0.27(-13.74)**	-0.26(-13.33)**
Size(t-1)	0.00(0.54)	0.00(0.43)	-0.24(-16.65)**	-0.24(-15.53)**
JTW	-0.56(-2.38)*	-0.54(-2.20)*	-1.36(-6.28)**	-1.37(-6.09)**
JTL	-0.34(-2.17)*	-0.44(-2.97)**	-0.40(-2.42)*	-0.45(-2.82)**
MGW	0.25(0.83)	0.08(0.26)	-0.69(-2.22)*	-0.96(-3.01)**
MGL	0.28(1.54)	0.26(1.50)	0.03(0.16)	0.05(0.24)
FHW	0.00(0.00)	0.15(0.96)	-0.78(-5.10)**	-0.62(-3.97)**
FHL	-0.39(-1.44)	-0.63(-2.34)*	0.07(0.32)	-0.05(-0.21)
GHW	1.57(7.52)**	1.66(7.68)**	1.15(4.85)**	1.21(4.87)**
GHL	-0.77(-2.15)*	-1.01(-2.76)**	0.56(1.87)	0.42(1.34)
JTW-JTL	-0.22(-0.75)	-0.10(-0.35)	-1.20(-3.91)**	-1.17(-3.87)**
MGW-MGL	-0.03(-0.08)	-0.17(-0.45)	-0.97(-2.46)*	-1.25(-3.08)**
FHW-FHL	0.39(0.97)	0.79(2.03)*	-1.09(-3.36)**	-0.81(-2.42)*
GHW-GHL	2.35(5.04)**	2.67(5.65)**	0.35(0.83)	0.55(1.25)

### 三、Lag 一期的差異

在前一節未加入定錨效果指標的迴歸結果裡，研究發現在投資組合形成期與持有期之間有無Lag一期對結果並無影響，然而再加入定錨效果指標後，有無Lag一期的結果便有很大的改變，故在此將結果呈現出來並討論。

表4-11與表4-12為Lag一期且加入定錨效果指標後的迴歸分析結果，表4-11是持有期為六個月的情況下；表4-12則為持有期為十二個月的情況下。比較表4-11~12與表4-9~10可以發現，定錨效果指標投資組合的獲利能力在Lag一期的情況下完全消失了。以全樣本為例，在持有期為六個月(十二個月)時定錨指標贏家-輸家投資組合的原始報酬率為-0.36%(-0.13)，此結果與無Lag一期時定錨效果指標很強的獲利能力相比減弱了非常多，且其優於52週高價動能策略獲利能力的現象也消失了。而52週高價動能策略的獲利能力依然存在，例如在持有期六個月下，52週高價動能策略贏家-輸家投資組合的原始報酬率為1.08%，一月除外時則為1.50%，且皆顯著異於零，表示在Lag一期下，52週高價動能策略的獲利能力不再被定錨效果指標給稀釋。

而風險調整過後的報酬率，Lag一期對定錨效果指標的獲利能力影響更大，以全樣本為例，在持有期為六個月下(十二個月)，定錨效果指標贏家-輸家投資組合風險調整後報酬率為-2.38%(-2.02)，且為顯著，並且都低於動能策略贏家-輸家投資組合風險調整後報酬率。在此回憶之前沒有Lag一期的結果，定錨效果指標風險調整後報酬率皆為正的，而在持有六個月下甚至還顯著。

由以上結果便可以發現投資組合形成期與建立期之間的一個月對定錨效果指標的獲利力影響非常大，表示Jegadeesh (1990)與Lehmann (1990)所提到的買賣價差(Bid – Ask Spread)、價格壓力(Price Pressure)以及落後反應效果(Lagged Reaction Effect)對定錨效果的獲利有很大影響，亦代表這些影響會造成定錨效果指標投資組合報酬率在形成期與持有期之間那一個月的報酬異常的高，而使得之前沒有Lag一期下的結果有所偏差，而會對本研究之結果造成偏誤，故應以Lag

一期下的強韌性檢定結果為準，即加入定錨效果指標後，對本研究的結果沒有顯著的影響。

表 4-11 持有期為六個月下並 Lag 一期，加入定錨效果指標迴歸模型結果

表內呈現的結果可以分為原始報酬率(%)與風險調整後報酬率(%),兩者的結果在區分為全樣本之下與一月份除外之下的結果，而括號內為檢定報酬率是否為 0 之  $t$  統計值。原始報酬率的結果是公式(14)中加入定錨效果指標後迴歸模型各變數係數在持有期  $j=6$  下的平均值。風險調整後報酬率是基於 F-F 三因子風險調整模型，也就是公式(2)~(13)與公式(15)~(17)的截距項。JTW、JTL 分別代表價格動能策略的贏家與輸家投資組合；MGW、MGL 分別代表產業動能策略的贏家與輸家投資組合；FHW、FHL 分別代表 52 週高價的贏家與輸家投資組合。GHW、GHL 分別代表定錨效果指標的贏家與輸家投資組合。價格動能策略是以過去六個月股票的報酬率，對所有股票進行排序，分別選擇前後各 10% 的股票為贏家與輸家投資組合；產業動能策略是以過去六個月產業的報酬率，對所有產業類別進行排序，分別選擇前後各 3 產業類別為贏家與輸家投資組合；52 週高價是以股票目前價格與股票 52 週高價比，對所有股票進行排序，分別選擇前後各 10% 的股票為贏家與輸家投資組合。定錨效果指標是以第三章中定義的資本利得率，對所有股票進行排序，分別選擇前後各 10% 的股票為贏家與輸家投資組合。各投資組合形成期與持有期之間 Lag 一期，並以均等權重的方式來組成。

\*表示在 0.05 的顯著水準下，具統計顯著性

\*\*表示在 0.01 的顯著水準下，具統計顯著性

	原始報酬率		風險調整後報酬率	
	全樣本	一月份除外	全樣本	一月份除外
Intercept	-0.58(-0.82)	-0.88(-1.30)	0.98(3.04)**	1.01(2.96)**
R(t-1)	-0.01(-0.86)	0.00(0.04)	-0.26(-13.32)**	-0.25(-12.96)**
Size(t-1)	0.00(1.00)	0.00(0.87)	-0.24(-16.61)**	-0.24(-15.47)**
JTW	-0.26(-0.92)	-0.21(-0.73)	-1.05(-3.89)**	-1.03(-3.70)**
JTL	-0.55(-3.00)**	-0.68(-3.82)**	-0.66(-3.28)**	-0.74(-3.73)**
MGW	0.56(1.61)	0.40(1.13)	-0.30(-0.80)	-0.63(-1.73)
MGL	0.13(0.49)	0.05(0.23)	0.00(-0.01)	-0.06(-0.20)
FHW	0.20(1.01)	0.37(1.91)	-0.54(-2.91)**	-0.38(-2.00)*
FHL	-0.88(-2.74)**	-1.12(-3.45)**	-0.27(-1.02)	-0.35(-1.22)
GHW	-0.03(-0.14)	0.08(0.38)	-0.52(-2.16)*	-0.40(-1.66)
GHL	0.33(0.87)	0.04(0.11)	1.62(5.00)**	1.41(4.25)**
JTW-JTL	0.29(0.81)	0.47(1.31)	-0.63(-1.68)	-0.52(-1.41)
MGW-MGL	0.43(0.93)	0.34(0.77)	-0.54(-1.10)	-0.81(-1.74)
FHW-FHL	1.08(2.33)*	1.50(3.28)**	-0.50(-1.36)	-0.27(-0.71)
GHW-GHL	-0.36(-0.73)	0.04(0.09)	-2.38(-5.31)**	-2.06(-4.64)**

表 4-12 持有期為十二個月下並 Lag 一期，加入定錨效果指標迴歸模型結果

表內呈現的結果可以分為原始報酬率(%)與風險調整後報酬率(%),兩者的結果在區分為全樣本之下與一月份除外之下的結果,而括號內為檢定報酬率是否為 0 之  $t$  統計值。原始報酬率的結果是公式(14)中加入定錨效果指標後迴歸模型各變數係數在持有期  $j=6$  下的平均值。風險調整後報酬率是基於 F-F 三因子風險調整模型,也就是公式(2)~(13)與公式(15)~(17)的截距項。JTW、JTL 分別代表價格動能策略的贏家與輸家投資組合;MGW、MGL 分別代表產業動能策略的贏家與輸家投資組合;FHW、FHL 分別代表 52 週高價的贏家與輸家投資組合。GHW、GHL 分別代表定錨效果指標的贏家與輸家投資組合。價格動能策略是以過去六個月股票的報酬率,對所有股票進行排序,分別選擇前後各 10% 的股票為贏家與輸家投資組合;產業動能策略是以過去六個月產業的報酬率,對所有產業類別進行排序,分別選擇前後各 3 產業類別為贏家與輸家投資組合;52 週高價是以股票目前價格與股票 52 週高價比,對所有股票進行排序,分別選擇前後各 10% 的股票為贏家與輸家投資組合。定錨效果指標是以第三章中定義的資本利得率,對所有股票進行排序,分別選擇前後各 10% 的股票為贏家與輸家投資組合。各投資組合形成期與持有期之間 Lag 一期,並以均等權重的方式來組成。

\*表示在 0.05 的顯著水準下,具統計顯著性  
 \*\*表示在 0.01 的顯著水準下,具統計顯著性

	原始報酬率		風險調整後報酬率	
	全樣本	一月份除外	全樣本	一月份除外
Intercept	-0.54(-0.77)	-0.83(-1.25)	1.05(3.30)**	1.07(3.17)**
R(t-1)	-0.01(-0.76)	0.00(0.15)	-0.26(-13.49)**	-0.25(-13.16)**
Size(t-1)	0.00(1.19)	0.00(1.08)	-0.24(-16.61)**	-0.24(-15.47)**
JTW	-0.45(-1.83)	-0.44(-1.72)	-1.23(-5.48)**	-1.26(-5.34)**
JTL	-0.51(-3.34)**	-0.60(-4.07)**	-0.57(-3.54)**	-0.60(-3.81)**
MGW	0.24(0.75)	0.03(0.08)	-0.75(-2.32)*	-1.04(-3.20)**
MGL	0.26(1.33)	0.21(1.12)	-0.02(-0.09)	-0.06(-0.25)
FHW	0.02(0.14)	0.18(1.11)	-0.71(-4.68)**	-0.55(-3.55)**
FHL	-0.54(-2.00)*	-0.76(-2.84)**	-0.08(-0.35)	-0.18(-0.76)
GHW	0.07(0.37)	0.14(0.75)	-0.33(-1.60)	-0.28(-1.27)
GHL	0.19(0.55)	-0.05(-0.14)	1.45(4.98)**	1.28(4.20)**
JTW-JTL	0.06(0.22)	0.16(0.55)	-0.90(-2.97)**	-0.89(-3.00)**
MGW-MGL	-0.01(-0.04)	-0.18(-0.45)	-0.97(-2.41)*	-1.23(-2.91)**
FHW-FHL	0.56(1.41)	0.94(2.45)*	-0.87(-2.68)**	-0.60(-1.81)
GHW-GHL	-0.13(-0.29)	0.19(0.43)	-2.02(-5.12)**	-1.80(-4.41)**

## 第五節 國內外研究結果比較

本節將對國內外同樣進行三種動能策略比較的研究結果做一彙整與比較。選取的國內外研究代表有 George and Hwang(2004)、吳莉禎(2005)、林健生(2006)以及本研究；比較項目分為動能策略月平均報酬、元月效果檢視以及迴歸分析<sup>2</sup>。

首先就取樣的方法做比較說明，本研究選取在樣本期間內所有上市的公司，其中包含新上市以及中途下市的的公司，此方式與 George and Hwang(2004)的方法相一致，此方法可以排除選擇偏誤(Selection Bias)以及生存者偏誤(Survivor Bias)；而吳莉禎(2005)選取的是在其樣本期間內一直存在的公司並排除金融類股，此方法及可能會有選擇偏誤以及生存者偏誤；林健生(2006)在其研究當中並未對其樣本多做說明，故無法得知。由於在取樣的方式與樣本期間有所不同，故其結果也會有些許的差異出現。

### 一、 月平均報酬

表 4-13 是彙整國內外動能策略月平均報酬比較的結果，該結果是基於形成期為六個月以及持有六個月下的平均月報酬率。

從表內可以看到本研究結果與吳莉禎的研究結果相一致，價格動能策略與產業動能策略皆不顯著，52 週高價動能策略有顯著的獲利能力，而本研究結果顯示的 52 週高價動能策略的獲利能力又較吳莉禎的結果來的好且顯著，其中之差異該是取樣方式不同所造成。而在與國外比較下，發現只有 52 週高價動能策略與國外的結果一致，而價格動能策略與產業動能策略在美國都有顯著的獲利能力。

---

<sup>2</sup> 選擇此三項目進行比較是因此三項目是國內研究吳莉禎或林建生當中至少都有一人做過的分析。

表 4-13 國內外動能策略月平均報酬率比較

表內呈現的為國內外進行動能策略獲利能力比較分析的結果彙整，單位為%，而括號內為檢定報酬率是否為 0 之  $t$  統計值。資料來源分別來自 George and Hwang (2004)、吳莉禎(2005)、林健生(2006)。na 代表該項目資料無法取得。

\*表示在 0.05 的顯著水準下，具統計顯著性

\*\*表示在 0.01 的顯著水準下，具統計顯著性

		George & Hwang	吳莉禎	林健生	本研究
價格動能策略	贏家	1.53	-0.66	0.28	0.25
	輸家	1.05	-0.90	0.11	-0.24
	贏家-輸家	0.46 (2.35)*	0.24 (0.77)	0.17 (na)	0.48 (1.66)
產業動能策略	贏家	1.48	0.05	0.30	0.39
	輸家	1.03	-0.65	0.06	0.08
	贏家-輸家	0.45 (3.43)**	0.71 (1.46)	0.24 (na)	0.31 (1.51)
52 週高價動能策略	贏家	1.51	-0.32	0.19	0.63
	輸家	1.06	-1.11	-0.04	-0.48
	贏家-輸家	0.45 (2.00)*	0.79 (2.26)*	0.23 (na)	1.12 (3.88)**
研究國家		美國	台灣	台灣	台灣
樣本期間		1963~2001	1998~2005	1995~2004	1995~2008

## 二、元月效果檢視

表 4-14 是彙整國內外動能策略元月效果檢視比較表，表內分為兩個部分，Panel A 為只有一月下的結果，Panel B 為將一月份除外後的結果。投資組合的形成期與持有期皆為六個月。而在林健生的研究裡並未進行此分析，故國內研究部分只比較吳莉禎的結果。

表內可以看到，本研究結果與吳莉禎的結果存在差異，由 Panel A 可以看出吳莉禎的結果顯示一月份並沒有顯著的元月效應，而 Panel B 將一月份除外後也與先前全樣本下的結果差異不大；而本研究的結果顯示一月份有顯著的元月效果，由 Panel A 看到只有一月時無論是哪一種動能策略，贏家與輸家投資組合的報酬率都非常高，而輸家的表現更大幅超過贏家的表現，使得贏家-輸家投資組合報酬率顯著為負的，而將一月份除外後，在 Panel B 可以看到除了 52 週高價

動能策略的獲利能力較全樣本下來的更佳外，價格動能策略也有顯著的獲利能力，此結果與 George and Hwang 的研究結果相一致。

表 4-14 國內外動能策略元月效果檢視比較表

表內呈現的為國內外進行動能策略投資組合元月效果分析的結果彙整，單位為%，而括號內為檢定報酬率是否為 0 之  $t$  統計值。表分為兩部分，Panel A 為只有一月份樣本下的結果；Panel B 為將一月份樣本除外後之結果。資料來源分別來自 George and Hwang (2004)、吳莉禎(2005)。  
\*表示在 0.05 的顯著水準下，具統計顯著性  
\*\*表示在 0.01 的顯著水準下，具統計顯著性

Panel A 只有一月				
		George & Hwang	吳莉禎	本研究
價格動能策略	贏家	4.96	-1.56	3.72
	輸家	11.20	-2.86	8.16
	贏家-輸家	-6.29 (-4.48)**	1.30 (1.26)	-4.44 (-3.06)**
產業動能策略	贏家	7.00	-2.63	4.08
	輸家	7.09	-0.52	4.46
	贏家-輸家	-0.09 (-0.12)	-2.11 (-1.12)	-0.39 (-0.37)
52 週高價動能策略	贏家	3.84	-1.44	3.26
	輸家	12.11	-2.65	10.65
	贏家-輸家	-8.27 (-5.49)**	1.21 (1.06)	-7.38 (-5.43)**
Panel B 一月除外				
		George & Hwang	吳莉禎	本研究
價格動能策略	贏家	1.23	-0.56	-0.07
	輸家	0.16	-0.70	-1.00
	贏家-輸家	1.07 (6.97)**	0.14 (-0.42)	0.93 (3.21)**
產業動能策略	贏家	0.99	0.32	0.06
	輸家	0.50	-0.67	-0.32
	贏家-輸家	0.50 (3.92)**	0.99 (1.95)	0.37 (1.83)
52 週高價動能策略	贏家	1.30	-0.18	0.40
	輸家	0.07	-0.87	-1.45
	贏家-輸家	1.23 (7.06)**	1.02 (2.40)*	1.85 (6.39)**

### 三、迴歸分析

表 4-15 彙整國內外動能策略迴歸分析的結果，投資組合形成期與持有期皆

為 6 個月，一月份除外下的結果。由於吳莉禎的研究裡並未進行此迴歸分析，故國內研究比較部分只選取林健生的研究結果，而林健生的研究裡並無將一月除外的結果，故以全樣本取代。

由表內可以看到，本研究與林健生的結果有些差異，在 0.05 的信心水準下，林健生的結果皆不顯著，而本研究結果裡的 52 週高價動能策略贏家、輸家與價格動能策略的輸家為顯著，應是元月效果、樣本取樣的不同所造成。而本研究與國外的研究比較之下，也可以發現無論是使用價格動能策略、產業動能策略或是 52 週高價動能策略，皆能有顯著的獲利能力，而在本研究裡，發現在台灣只有使用 52 週高價動能策略能有顯著的獲利能力，此應是國家、市場的不同所造成。

表 4-15 國內外動能策略迴歸分析結果比較表

	George & Hwang	林健生	本研究
Intercept	1.87 (3.57)**	6.70 (12.82)**	-0.65 (-1.00)
R(t-1)	-5.53 (-14.89)**	-0.19 (-3.63)**	0.00 (-0.14)
Size(t-1)	-0.08 (-2.13)*	0.00 (-0.58)	0.00 (-0.06)
JTW	0.15 (1.69)	0.28 (1.28)	-0.21 (-0.75)
JTL	-0.31 (-6.29)**	0.11 (0.50)	-0.45 (-2.57)**
MGW	0.17 (2.85)**	0.30 (1.87)	0.44 (1.31)
MGL	-0.05 (-0.84)	0.06 (0.12)	0.14 (0.67)
FHW	0.27 (5.25)**	0.19 (0.86)	0.69 (3.24)**
FHL	-0.79 (-7.76)**	-0.04 (-1.77)	-1.09 (-3.00)**
JTW-JTL	0.46 (4.39)**	0.17 (na)	0.24 (0.65)
MGW-MGL	0.22 (2.45)**	0.24 (na)	0.30 (0.70)
FHW-FHL	1.06 (7.64)**	0.22 (na)	1.78 (3.48)**

表內呈現的為國內外進行動能策略迴歸分析的結果彙整，單位為%，而括號內為檢定報酬率是否為 0 之  $t$  統計值。資料來源分別來自 George and Hwang (2004)、林健生(2006)。na 代表該項目資料無法取得。

\*表示在 0.05 的顯著水準下，具統計顯著性

\*\*表示在 0.01 的顯著水準下，具統計顯著性