

第五章 結論與建議

第一節 結論

本研究比較三種不同動能投資策略的獲利能力。第一種是價格動能策略，是由 Jegadeesh and Titman (1993)所提出的，該方式是依照個股過去六個月的報酬率排序，選取前後各 10%的股票為贏家與輸家投資組合，以均等權重組成投資組合。第二種是產業動能策略，由 Moskowitz and Grinblatt (1999)所提出的，該方法是依過去六個月產業的報酬率，選取前後各 3 個產業內的所有股票，以價值權重組成贏家與輸家投資組合。而最後一種是 George and Hwang (2004)所提出的 52 週高價動能策略，是以股票現在價格除以過去 52 週內的最高價所得比率排序，同樣選取前後各 10%的股票以均等權重組成贏家與輸家投資組合。而三種動能投資策略的贏家與輸家投資組合都組成後，在對贏家投資組合持多頭部位並對輸家投資組合持空頭部位。

本研究首先計算各動能投資策略在持有期為六個月下的平均月報酬率，發現 52 週高價動能策略的獲利能力最佳且為顯著，此結果也與 George and Hwang (2004)與吳莉禎(2005)的結果相一致。而在檢視元月效果的分析裡，在本研究的結果裡也發現在三種動能策略所組成的贏家、輸家投資組合裡，皆存在元月效果，而使得全樣本下的研究結果有些偏誤，這結果也與 George and Hwang (2004)的結果一致。本研究也進行三種動能策略的配對分析，研究結果發現 52 週高價動能策略與其他兩種動能策略比較起來有優勢性，也就是其他兩種動能策略無法取代 52 週高價所選出來的投資組合，然而 52 週高價動能策略卻能部分的取代其他兩種動能策略所選出來的投資組合，此與 George and Hwang (2004)的結果一致。

而最後，在迴歸分析裡，研究結果發現在投資組合的形成期與持有期間 Lag

一期與否並不會有顯著的差異，表示於台灣的市場裡，以月為單位時，在動能投資組合裡沒有 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)。而結果以未 Lag 期來說，在調整過市值、前一期報酬以及各種動能策略的影響後，無論一月除外或包括在內，風險調整前的報酬率都以 52 週高價動能策略的為最佳且顯著。然而在風險調整過後，該動能策略的獲利能力消失了。此外，研究也發現當持有期拉長至 12 個月，動能策略的報酬率會出現反轉的現象。而本研究也加入一定錨效果指標來對研究結果進行強韌性檢測，研究發現該定錨效果受 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)影響很大，在沒有 Lag 一期下會非常地顯著，然後 Lag 一期後其顯著性便完全消失，顯示在未 Lag 一期下結果會有所偏差，故在強韌性檢測上應以 Lag 一期的結果為準。而最終強韌性檢測結果發現，加入定錨效果指標後對本研究之結果無顯著的影響。

第二節 建議

一、 未來研究者

本研究仍有許多方向可以加強或延伸，在此提出以下幾點建議給外來的研究者參考。

1. 除了比較價格動能策略、產業動能策略與 52 週高價動能策略外，尚可加入 Lee and Swaminathan (2000)的週轉率動能策略等等，甚至可以尋找一個指標來當作動能策略篩選的準則，檢視是否具有獲利能力。
2. 本研究在投資組合的持有期只比較 6 個月與 12 個月，未來研究者可以將比較的持有期拉長至 24 或 36 個月；而本研究在價格動能與產業動能策略上的形成期只採用 6 個月的，未來研究者可以將形成期拉長至 12 個月進行比較。
3. 本研究在迴歸分析裡，控制了個股市值、前一期報酬率及各動能策略投資組

合的影響，然而未來研究者可以再加入控制的項目，例如公司的盈餘、本益比等等。

二、投資人

基於本研究的結果，透露許多對投資人有用的訊息，以下面幾點建議說明。

1. 52 週高價動能策略在持有期為 6 個月下，有顯著的正報酬率，月平均達 1.12%，而價格及產業動能策略則沒有發現。顯示投資人若要以動能策略進行投資決策時，採用 52 週高價動能策略會是較好的選擇。
2. 動能策略投資組合存在元月效果，表示採用動能策略進行投資的投資人應在 12 月底時將所有對輸家投資組合持空頭的部位進行回補動作，以避開在一月份時受到元月效應的影響而有軋空的情形，或者直接對輸家投資組合也持多頭部位。
3. 本研究發現在持有期為 12 個月下時動能策略的獲利能力會下降，顯示投資人進行動能策略投資時，應在持有六個月後即進行投資組合重組(Rebalance)的動作，使資金運用更有效率。
4. 動能策略的獲利能力在經過 F-F 三因子模型風險調整後即消失，顯示動能策略投資組合有暴露在大量市場風險下的疑慮，投資人需謹慎對待。