

第一章 緒論

第一節 研究背景與動機

自從在 1970 年由 Fama 提出效率市場假說(efficient market hypothesis)之後，便開啟了許多財務與經濟研究的發展。如果市場具有效率性，那麼就沒有任何一種投資策略能夠獲得正的超額報酬，因此若股市為效率市場，投資人就無法從中套利；反之，市場若為無效率性，則股價將不會充分的反應所有資訊，因此增加了投資人可藉由預測來從中套利的可能性。

當市場不具有效率性時，表示新訊息的發佈並沒有在市場上被充分的反應，可能出現過度反應(overreaction)的現象，或是反應不足(underreaction)的現象。而 De Bondt and Thaler (1985)首先提出股票市場存在過度反應的現象，亦即股市產生了動能反轉的現象。其研究結果指出市場處於過度反應時，投資人可以透過反向投資策略來獲取超額報酬。

接著反應不足的現象也被提出探討，所謂反應不足現象指的是不論新發佈的訊息是好消息或是壞消息，投資人對於新訊息的價值變動只會部分的反應。Jegadeesh and Titman (1993)以紐約證券交易所以及美國證券交易所之上市股票為研究對象，其研究結果發現買進前期績效相對表現較佳的股票，賣出前期績效相對表現較差的股票，在形成期為六個月，且持有期也為六個月的時候，此投資策略可獲得顯著為正的異常報酬。因此作者提出了股票市場存在反應不足的現象，亦即存在動能延續的現象。而後續學者 Rouwenhorst (1998)以歐洲不同的十二個國家進行探討，全數皆證實了存在有中期價格動能的現象。

關於上述的反向策略與動能策略，在投資上適用的時機有何

異同，於 2000 年時 Lee and Swaminathan 提出了動能生命週期理論(momentum life cycle)來加以分析此兩種不同投資策略的適用時機。作者有別於以往學者一維之研究，加入了週轉率，並且與報酬率結合，使用二維的方式建構出動能生命週期循環理論。週轉率代表著投資人對新訊息反映的程度以及對未來的預期，使得模型能夠預測股票未來價格動能的強度與持續性。研究背景發展至此，動能生命週期理論已經能運用週轉率，來將股市中的過度反應與反應不足這兩種看似應分開探討的現象，視為是同一種週期循環。

上述國外的研究中指出，不論是美股或是歐洲不同的十二個國家之股票市場大都存在著動能現象與動能反轉的現象。而國內研究方面，學者郭芝君(2006)以台灣電子類股做動能策略之研究，實證結果顯示台灣股票市場若是加入市場狀態之因素做衡量，可以獲得顯著為正的異常報酬。而楊子德(2007)不同於郭芝君(2006)只考慮單一電子類股，而是研究 1995 年至 2008 年所有台灣上市公司股票，檢驗其否存在產業動能的現象，但結果並不顯著。另外甯正宇(2008)則是以營收的角度去切入動能策略之研究，其實證分析顯示在持有期一年以內，台灣股票市場適用營收動能策略，也就是台灣股市投資人對於營收成長率的訊息普遍存在反應不足的現象。

在動能策略以及動能生命週期之相關研究中，目前國內文獻大多研究單一類別的股票或是整體集中市場的股票，另外有些學者則是加入了不同的變數去加以探討，如不同的營收訊息或是不同的市場狀態，然而對於產業類別的研究相對上顯得較為不足，進而引發本研究將產業分門別類去探討，期望找出台股市場不同的產業類別之間其動能投資策略的獲利差異，並藉由統計方法建構出無風險的套利機會。

第二節 研究目的

由過去的文獻可以發現，國內對於不同產業類別之動能生命週期理論還未有足夠的探討，大多只以整體集中市場之動能策略為研究方向，因此本研究的目的是以細分產業類別的方式去探討台灣股票市場之不同產業，是否存在不一樣的動能現象，期望本研究之實證分析結果可提供投資人在進行不同產業之投資時，能有較佳的參考資訊，故本研究之目的如下：

- 一、比較台股不同產業間，其簡單動能策略、早期動能策略與晚期價格動能策略之獲利能力。
- 二、比較上述三種策略在台股不同產業之間，其動能延續期間之異同。
- 三、比較上述三種策略在台股不同產業之間，其動能反轉時點之異同。
- 四、在投資組合建構後，比較台股不同產業之股票，在持有期間不同下之績效差異。

第三節 研究流程

本篇研究的整個流程如圖 1-1 所示，第一章緒論為說明研究背景的經過、研究目的以及整個研究的流程。

第二章文獻探討為說明效率市場、動能策略與動能生命週期之相關文獻以及研究假設。

第三章研究方法為說明本研究的資料來源與樣本選擇、研究變數定義以及實證分析之方法。

第四章實證分析為說明假設檢定之分析，包含不同策略與不同產業之探討。

第五章結論與建議為說明不同的產業類別之分析結果，根據結果提出投資上的建議，並依據研究發現與研究限制提出後續研究之建議。



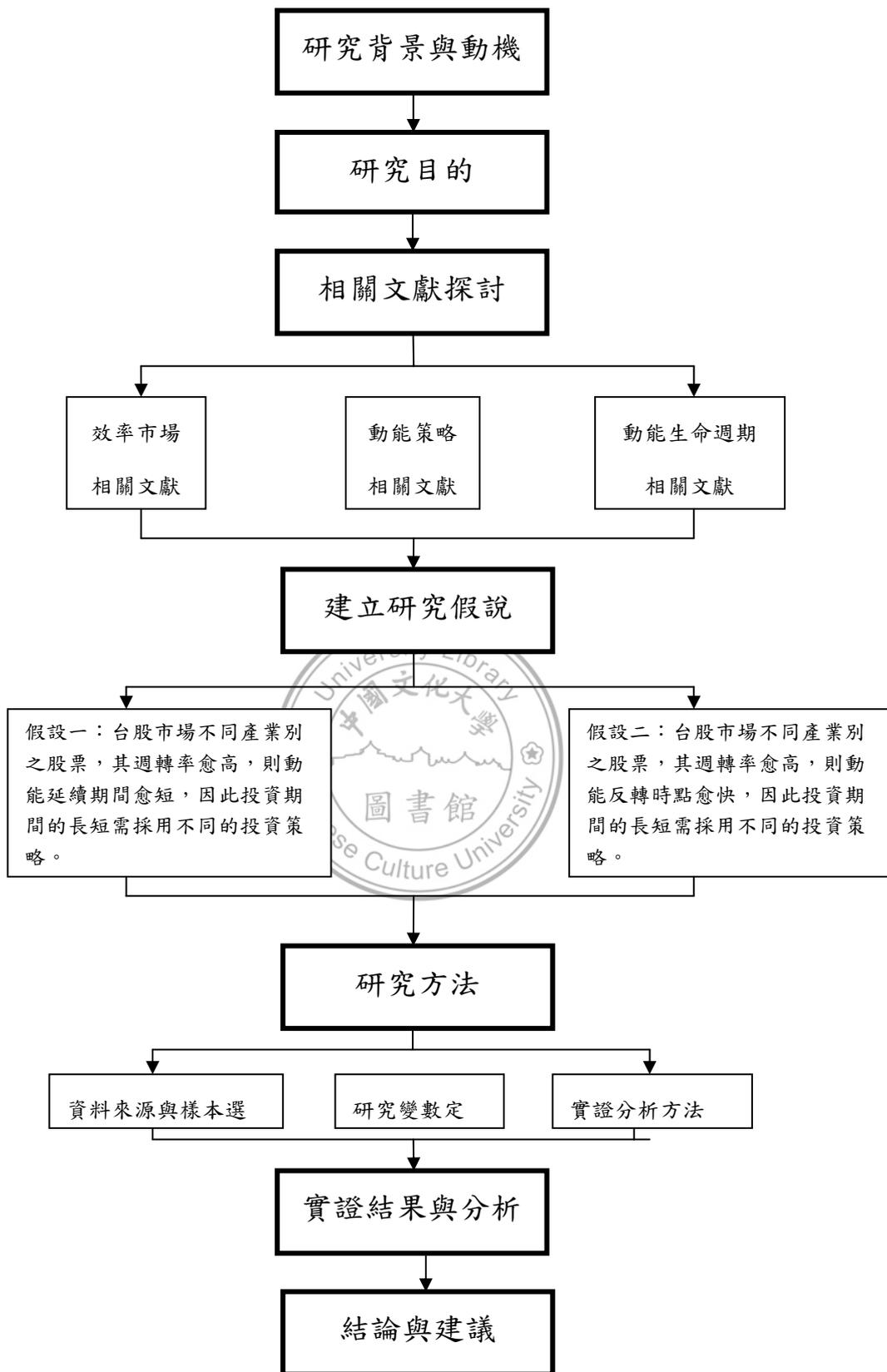


圖 1-1 研究流程