

第五章 結論與建議

第一節 結論

本篇研究首先是運用Jegadeesh and Titman (1993)的研究方法來檢驗台灣股票市場是否能利用動能投資策略來獲利，接著深入探討動能投資策略的使用時機，於是引用了Lee and Swaminathan (2000)所提出的動能生命週期假說，將動能投資策略區分為早期動能投資策略與晚期動能投資策略，以此來檢驗台股市場股票是否符合Lee and Swaminathan (2000)所提出的動能生命週期假說，最後分析台股不同產業之間，運用上述三種策略，在不同的持有期之下，其策略的適用性。

本研究的重點著重於投資人是否能運用動能投資策略在台灣股票市場獲利，以及找出市場上熱門投資產業的股票特性，而台股市場特性而言，其投資人的結構組成大都為散戶投資人，此現象與歐美股市結構大多以法人為主，存在明顯的差異。而散戶投資人相較於法人之下，容易有追漲殺跌的不理性投資型為，因此頻繁的短線操作造成了台灣股票市場的週轉率，高於歐美各國股市的週轉率許多，因此本研究之結果相較於國外學者相似之研究，稍有不一樣的論點。

本研究的實證結果整理如下：

- 一、台灣股票市場適用 Lee and Swaminathan (2000)所提出的動能生命週期假說。因此：
 - (一)運用早期動能投資策略之績效表現會優於簡單動能投資策略，此為早期動能投資策略捕捉到投資人對於訊息反應不足的現象。例如：光電產業投資持有 3 個月與 12

個月，以及半導體產業投資持有 6 個月，皆可獲取顯著的正報酬。

(二)運用晚期動能投資策略之績效表現會差於簡單動能投資策略，此為晚期動能投資策略捕捉到投資人對於訊息過度反應的現象。例如：電子零組件產業與紡織纖維產業不論持有期間為 3 個月、6 個月、9 個月與 12 個月，若運用晚期動能投資策略，所產生之績效皆全部顯著差於簡單動能投資策略。

(三)早期動能投資策略比起簡單價格動能投資策略容易捕捉到投資人對於訊息反應不足的情況；而晚期動能投資策略比起簡單價格動能投資策略容易捕捉到投資人對於訊息過度反應的情況。

二、台灣股票市場過度反應的現象普遍存在於各個產業類股中，例如光電產業、紡織纖維產業以及電子零組件產業，皆符合 De Bondt and Thaler (1985) 所研究的結論，其中紡織纖維產業與電子零組件產業皆在投資持有 3 個月即產生股價過度反應的現象，並且經由 t 檢定之結果皆達 99% 的顯著水準，此過度反應的現象一直持續至投資持有 1 年時依然顯著存在。在光電產業方面為前期(持有期為 3 個月、6 個月)不存在過度反應現象，而後期(持有期為 9 個月、12 個月)則也存在顯著的過度反應現象，因此適用反向操作的晚期動能投資策略。

在此篇研究的五項產業中，有三項產業其股票存在著非常顯著之過度反應的現象，表示市場上對於新訊息的發佈，大都會過度反應在股價之上。此情形尤其嚴重發生於台股市場的電子零組件產業與紡織纖維產業。

三、台股市場反應不足的現象相對較少在各個產業類股中發生，亦

即不符合 Jegadeesh and Titman (1993)所提出的研究結論，例如半導體產業、金融產業、紡織纖維產業與電子零組件產業較少存在反應不足的現象，雖然運用早期動能投資策略在半導體產業投資持有 6 個月、光電產業投資持有 3 個月與 9 個月可獲得顯著的正報酬，不過 t 檢定之結果僅達到 90% 的顯著水準。因此反應不足的現象也不是很強烈。

四、早期動能投資策略因為週轉率因素的納入考量，操作於台灣股票市場，其績效確實比起簡單價格動能投資策略更佳。反之，晚期動能投資策略也因為多考量了週轉率此因素，操作於台灣股票市場，其績效比起簡單價格動能投資策略確實也比較差。另外，經由表 4-1 與表 4-2 之分析可以得知：

(一)在相同策略之下，週轉率的高低跟與動能延續期間的長短存在顯著的關聯性。

(二)在相同策略之下，週轉率的高低跟與動能反轉時點的快慢沒有顯著的關聯性。

五、週轉率因素於不同產業，在相同投資策略之比較下，僅能判斷動能延續期間的長短，而對於動能反轉時點之快慢無法精確的衡量。而若是於同一產業，在不同策略的比較下，週轉率因素的考量則顯得格外重要。於台灣股票市場投資時，由於過度反映的現象普遍存在於各產業中，所以納入週轉率為考量因素的晚期動能投資策略，其捕捉投資人對於訊息過度反應的能力較國外相關研究較佳。

第二節 建議

一、對投資人的建議：

- (一)本研究實證出台灣股票市場的確符合Lee and Swaminathan (2000)所提出的動能生命週期理論，早期動能投資策略之績效確實優於簡單動能投資策略、晚期動能投資策略之績效確實差於簡單價格動能投資策略，因此建議投資人在投資時，不論是投資在哪一種產業，其「週轉率」此因素一定要納入考量，先考慮週轉率的高低，再判斷報酬率的高低，以此了解此股票是位於動能生命週期循環的哪一個階段，才能夠較準確的判斷此股票其未來的走勢。
- (二)建議投資人若是投資於高週轉率贏家的股票與低週轉率輸家的股票時，必需特別注意股價在未來短期內會產生反轉的現象，且此一反轉現象普遍發生電子零組件產業與紡織纖維產業之股票。由於高週轉率贏家股票與低週轉率輸家股票是位於Lee and Swaminathan (2000)所提出之動能生命週期理論的頭部，所以採用晚期動能投資策略之績效會顯著差於簡單價格動能投資策略，因此建議投資人可以嘗試反向操作晚期動能投資策略，應可獲取理想之報酬。
- (三)對於想投資在台灣股票市場的投資人，應特別注意電子零組件、紡織纖維與光電業類股，此三項產業其股票特性為股價容易過度反應市場上的訊息，因此建議投資人若是獲利應當賣出持股，見好就收。另一方面，要是投資虧損超過了當初設定的停損點時，更應當機立斷，認賠殺出，以免造成虧損持續擴大。

二、對後續研究者的建議：

- (一)由於台股市場受限於上市公司家數不甚充裕的限制，在上市公司家數甚少的情形下，此議題又細分產業類別去探討，會使得某些產業其可用的樣本愈趨減少，因此建議後續研究者可將研究期間予以拉長，以觀察是否會有不同的結果產生。
- (二)若是研究期間的拉長不能夠有效的改善樣本數不足的問題，則建議後續研究者可以試著將研究範圍擴大至上櫃的股票，或許更能對台灣股市的動能現象提出更進一步的解釋。
- (三)由於本研究在形成期6個月內股票報酬率的選取標準，設定為前(贏家股票)後(輸家股票)各百分之二十，如此可能導致在產業內選取投資標的時，早期與晚期動能投資策略面臨股票家數太少的情況，因此建議後續研究者可嘗試將報酬率之選取標準放寬為前後各百分之三十，以提高早期動能投資策略和晚期動能投資策在實務上操作的可行性。
- (四)本研究之研究期間為126個月，以持有期為12個月來看，扣除掉形成期的6個月，其樣本數為109個，所以本研究之持有期最長僅設定為12個月，所以建議後續研究者可將研究期拉長，並嘗試增加12個月以上的各種投資持有期間，同時觀察在更長的持有期之下，各個動能投資策略是否會出現報酬反轉的情況，如此應可增加實證結果的準確度。

最後，本文有一項研究限制為未將交易成本計入考量，雖然本文在實證過程中將交易成本完全忽略，然而實際上交易成本會對股票報酬產生影響，若能將交易成本納入考量應可獲得較為實

用的投資參考資訊。但是另一方面，交易成本的增加，經常限制了投資人對於股票的操作意願，因此本研究對於交易成本的計入考量有一定的侷限性。

