

國立臺灣大學管理學院商學研究所

碩士論文

Graduate Institute of Business Administration

College of Management

National Taiwan University

Master Thesis

台灣股票型基金在多頭與空頭時期

主要持股變化研究

Taiwan Equity Fund Major Holdings Change

in Bull Markets and Bear Markets

程奎皓

Cheng, Kuei-Hao

指導教授：沈中華 博士

Advisor：Shen, Chung-Hua Ph.D

中華民國 九十八 年 七 月

July, 2009

中文摘要

本研究旨在探討台灣股票型基金在面對多頭與空頭時期選股之改變。主要研究目的有三。一、台灣股票型基金在面對股市自多頭轉為空頭的期間，持股偏好有何改變，持股的改變是否可帶來超額報酬。二、持股偏好若是與某些財務指標有關，透過這些指標選股是否是在多頭市場或空頭市場取得超額報酬之關鍵。三、以模型檢驗超額報酬是來自選股或擇時能力。

本研究樣本蒐集期間為 2006 年 6 月至 2008 年 12 月，樣本為台灣股票型基金各月前五大持股與季總持股。由研究者採資訊分析法，將所有股票型基金各月前 20 大主要持股合為一個共同基金主要持股模擬投資組合，探討模擬投資組合面對多頭與空頭時期，各月持股變化之選股偏好與超額報酬，並以 Chang 與 Lewellen (1984) 基金經理人擇時與選股能力模型，檢定該投資組合是否具有擇時與選股能力。

本研究發現一、股票型基金在多頭時期偏好大型、高本益比、低現金股利率與高股價淨值比之股票，空頭時期則相反。研究期間模擬投資組合具超額報酬。二、探討超額報酬原因，在多頭時期，高本益比與低現金股利率的股票確實表現較好，空頭時期低本益比與高現金股利率的股票表現較好。三、本研究透過 Chang 與 Lewellen (1984) 模型分析報酬，認為擇時能力是主要持股模擬投資組合具超額報酬的關鍵。經理人在多頭時期主要持有高本益比與低現金股利率之股票，這些股票同時具高系統風險，可在多頭時期賺取更多報酬；而在空頭時期持有低本益比與高現金股利率之股票則具低系統風險，在空頭時期相對抗跌。最後本文針對選股策略與其他議題等後續研究提出研究者的建言。

關鍵字： 共同基金持股、擇時能力、超額報酬、財務指標、多頭市場、
空頭市場

Abstract

The objective of this research is to analyze how Taiwan equity fund top holdings change in bull markets and bear markets. There are three topics. First, this research study the changes of Taiwan equity fund managers' stock selection preferences, and whether these changes could result in abnormal returns. Second, if preference changes are related to some financial indicators, whether selecting stocks by these indicators may lead to abnormal returns. Finally, this research test whether abnormal returns are from stock selection or time selection abilities by Chang and Lewellen method.

Samples are monthly top 5 holdings and quarterly total holdings of all Taiwan equity funds from June 2006 to December 2008. I analyze the holding data to find top 20 holdings of Taiwan equity funds, and combined them to create one portfolio, called "Taiwan equity fund major holding portfolio." This research explores the holdings change in both bull and bear markets, and test the stock selection and the time selection ability of this portfolio by Chang and Lewellen method.

This research discovers three important points. First, equity funds prefer large, high P/E ratio, and low cash dividend ratio stock in bull markets, and they prefer the opposite characters in bear markets. Second, this research study the source of abnormal returns from the portfolio holdings, finding that high P/E and low cash dividend ratio stocks outperform in bull markets, and underperform in bear markets.. Third, this research find time selection ability is the key to earning abnormal returns. In bull markets, fund managers prefer high P/E ratio or low cash dividend ratio stocks, which also have higher β and result in higher profit. However, fund managers prefer low P/E ratio and high cash dividend stocks in bear markets, which also have lower

β and result in lower downside scales. Finally this research gives some suggestions to the practice.

Key Words : Mutual Fund Holding, Time Selection Ability, Abnormal Returns, Financial Indicator, Bull Market, Bear Market



論文目錄

中文摘要	i
Abstract	ii
論文目錄	iv
表次	v
圖次	vi
第一章 緒論	- 1 -
第一節、研究背景	- 1 -
第二節、研究動機	- 2 -
第三節、研究目的	- 4 -
第四節、研究假說	- 5 -
第二章 文獻探討	- 7 -
第一節 共同基金持股績效與持股偏好研究	- 8 -
第三節 基金選股擇時能力之實證研究	- 15 -
第四節 經理人從眾行為研究	- 16 -
第五節 共同基金資金流入研究	- 18 -
第三章 研究方法	- 20 -
第一節、研究樣本與研究期間	- 20 -
第三節 研究架構	- 22 -
第四節 研究限制	- 25 -
第四章 研究結果與討論	- 28 -
第一節 基金經理人選股策略逐月轉變	- 28 -
第二節 高點前後之主要持股投資組合績效差異	- 35 -
第三節 檢定共同基金模擬投資組合選股與擇時能力	- 39 -
第五章 結論與建議	- 42 -
參考文獻	- 47 -

表次

表 3-1-1 季末不同本益比股票所占投資組比率之變化	錯誤！尚未定義書籤。
表 3-1-2 模擬投資組合超額報酬	- 34 -
表 3-2-1 檢定高點前後投資組合本益比差異	- 35 -
表 3-2-2 檢定高點前後投資組合現金股利率差異	- 36 -
表 3-2-3 投資組合績效差異	- 37 -
表 3-3-1 擇時能力檢定結果	- 40 -



圖次

圖 3-1-1 模擬投資組合持股之總市值與大盤總市值.....	- 29 -
圖 3-1-2 模擬投資組合持股之平均本益比與大盤本益比.....	- 30 -
圖 3-1-3 模擬投資組合持股之平均股價淨值益比與大盤平均股價淨值比	- 31 -
圖 3-1-4 模擬投資組合持股之平均現金股利率與大盤平均現金股利率..	- 32 -
圖 3-1-5 模擬投資組合超額報酬.....	- 33 -
圖 3-2-1 高點前後「近三月」投資組合報酬.....	- 38 -
圖 3-2-2 高點前後「遠三月」投資組合報酬.....	- 38 -



第一章 緒論

第一節、研究背景

台灣近幾年來投資風氣日盛，過去投資人以投資台股的散戶為主，近幾年來逐漸尊重專業分工，共同基金由專業經理人操盤，一般民眾普遍認為專業經理人可為其帶來超額報酬，因此共同基金被視為一般大眾投資理財的正確選項之一，吸引龐大投資人與法人資金。

2007 年以來，多檔不同類型台股指數型基金上架，足以滿足不同類型的股票型基金投資人，因此主動式共同基金除了相互間排名比較，超額報酬亦被重視。購買共同基金較須支付給通路銀行之手續費及信託費、投信公司之管理費、及保管銀行之保管費，投資一年需多支付超過 2% 的費用，因此共同基金若不能提供超額報酬，投資共同基金並不是有利之選擇。

共同基金分為境外基金與境內基金，境外基金是國外專業的投資機構所引入，由於台灣投資人直接投資國外股市與債市仍需較麻煩的手續、較高的手續費、較大之金額門檻以及較難取得的資訊，故直接購買境外基金，由國外專業經理人集合大眾基金是方便的選擇，即使未能提供超額報酬，仍具吸引力。

境內基金由國內投信之基金團隊操盤，仍有分投資國外與投資國內，但由於境內基金之規模與資源有限，投資國外部份除有特別的題材類別吸引投資人，如 2006 年募集的德盛安聯綠能基金與寶來不動產證券化基金，一般類類型的基金仍難以與境外同類型基金競爭，故目前仍以投資國內為大宗。

投資國內分為債券、平衡、與股票型，雖然債券型規模較大，但手續費與管理費低，管理費不到 1% 的資產規模，對於投信的盈餘貢獻低，通常只建議投

資人做為資金停泊的暫時去處。投信主推管理費較高的台灣股票型基金，手續費與管理費皆介於1%~2%，無論在行銷與績效上，都是投信相互競爭的重點。由於台灣投資人直接投資股市或指數型基金都非常方便，因此若股票型基金不能帶來較高之報酬，長期而言主動式股票型基金投資人可能逐漸轉向指數型基金。

2006年開啟的一波股市多頭，資金湧入共同基金，投信與銀行一起賺取大額的手續費與管理費，為投信業最風光的一段時間，績效傑出的基金資產規模倍增，基金績效差的基金亦可靠行銷技巧從市場資金中分一杯羹。2008年金融海嘯開始，不僅對於金融業造成相當大的衝擊，投信業亦首當其衝，資產規模大幅度縮水，績效亦一落千丈，部分績效不好之基金因遭到大量贖回而清算或是合併，經理人的能力，在面對劇烈的股市多空頭轉換，受到質疑與挑戰。

第二節、研究動機

基金經理人採行由上而下的投資策略，在多頭與空頭時期持股差距大。多頭時期偏好高系統風險股票，空頭時則反之。而系統風險之高低，往往可以反映在個股特性，包括本益比、現金股利率、市值、股價淨值比等。科技股一般而言具有高本益比，而傳產股具有高現金股利率，因此影響系統風險的這些財務指標，可能是直接影響基金經理人選股的重要因素。

基金經理人在多頭或空頭時期對於個股在某些財務指標上的偏好，可觀察是否反映在績效上，尤其是本益比與現金股利率是個股在多空頭時期表現的重要指標。若經理人之偏好具理性，多頭時期高本益比與低現金股利率之股票績效較好，空頭時則是低本益比與高現金股利之股票績效較好。在2007年多頭時期與2008年空頭時期，基金排名大洗牌，中小型股與科技股的基金在多頭時期名列前茅，如投資組合以中小型股與科技股為主的保德信高成長基金，然而自

2008 年股市崩跌，大型股與傳產股相對抗跌，如投資組合以傳產股為主的永豐永豐基金，這代表在多空頭轉換，個股的屬性會影響基金績效，造成共同基金績效之差異。

投資主動式共同基金一年需支付超過 2% 的費用，因此共同基金應該要提供超額報酬，否則理性投資人應選擇投資指數型基金。近幾年有許多文獻探討共同基金績效，自從 Treynor 與 Mazuy (1966) 提出選股與擇時能力模型，許多學者以這個模型或是其修正模型做實證研究，發現普遍而言，無論是在美國或在台灣，共同基金並無法提供超額報酬，僅極少數具有正向選股或擇時能力。這代表市場具效率性，不僅投資人無法透過購買共同基金賺取超額報酬，研究股票之分析師與經理人亦無法擊敗大盤，證券分析的價值受到考驗。

一般共同基金之文獻皆以單一基金為單位探討超額報酬，Brunnermeier 與 Nagel (2004) 研究 2000 年科技泡沫前後避險基金投資組合，創造一個整體避險基金的模擬投資組合 (copycat fund)，觀察投資組合持股與超額報酬，發現避險基金並非傳統避開高估股票之理性投資者，而是具擇時能力，追逐科技泡沫賺取超額利潤，自 1998 年至 2000 年科技泡沫期間，平均每季超額利潤 4.5%。共同基金經理人亦受過專業的訓練，一般認為避險基金經理人能力與報酬結構較佳，但是若避險基金具擇時能力，代表市場可能不效率，共同基金經理人亦可能具擇時能力，尤其在市場漲跌變化大時擇時能力更為明顯。許多共同基金之文獻僅探討個別基金之能力，若以 Brunnermeier 與 Nagel (2004) 的研究方式將所有台灣股票型基金之整體持股中前 20 大持股合為一之模擬投資組合，可能會發現經理人所做的證券分析仍具價值，亦即選股與擇時能力可能顯著且為正向。

由於共同基金受到法規限制，必須分散其持股，但從持股比率當中，我們可以看出基金經理人對該股票的信心程度。前五大持股平均各佔共同基金投資組合約 5%，從 2006 年 6 月至 2008 年 12 月，五大持股合計平均佔共同基金投資組合 24%，因此本研究希望透過月五大持股及季總持股資料，找出共同基金經理

人最具信心的前 20 支股票，作為共同基金主要持股投資組合，檢視是否具超額報酬，以及不同時期所持有股票之特性差異。美國與台灣皆規定只須公布詳細之季持股，因此過去文獻以季資料為主，間隔時間過長增加偏誤，本研究在無全部持股的月份以月五大持股做為依據，使資料更即時，以貼近真實主要持股狀況。

第三節、研究目的

本研究主要欲研究台灣股票型基金在面對多頭與空頭時期選股之改變。主要研究項目有三。一、台灣股票型基金在面對股市自多頭轉為空頭的期間，持股偏好有何改變，持股的改變是否可帶來超額報酬。二、持股偏好若是與某些財務指標¹有關，透過這些指標所選出的股票是否是在多頭市場或空頭市場取得超額報酬之關鍵。三、以模型檢驗超額報酬是來自選股或擇時能力。

過去文獻研究持股偏好，以從眾行為的角度來觀察經理人集中持有的股票，發現經理人持有過去績效表現較佳的股票，稱為正向回饋交易策略；Falkenstein (1996)直接研究持股，發現共同基金偏好大型、高股價淨值比與高流動性之股票。本研究貢獻是將多頭與空頭時期分開探討，探討偏好是會隨市場變化而改變的，經理人對於個股之本益比、現金股利率、市值與股價淨值比的偏好，會隨著市場處於多頭或空頭而改變。

過去文獻鮮少直接探討個股的財務指標會影響其在多頭與空頭市場的表現，本研究深入檢視經理人在多頭與空頭投資組合中的股票，是否可區分出多頭時期選股通常顯著傾向高本益比，空頭時期選股顯著傾向高現金股利，且多頭或空頭期間，這樣的選股方式是否有超額報酬。

¹ 本研究所指之財務指標為該公司之本益比、現金股利率、股價淨值比與市值

過去文獻以 Treynor 與 Mazuy (1966)之擇時與選股能力模型或其延伸模型探討個別共同基金超額報酬者甚多，本研究則透過持股資料將台灣所有股票型基金主要持股合為一投資組合，以 Chang 與 Lewellen (1984)擇時與選股能力模型，觀察其在多頭與空頭時期系統風險之調整是否具擇時能力。除以模型探討，本研究亦以 2007 年 10 月高點作為分界，探討之前與之後的系統風險是否有差距，以此方法再次驗證其擇時能力。

本研究根據月五大持股與季總持股資料，僅探討前 20 大持股，主要原因有三：一、本研究著重探討共同基金主要集中持有股票之特性，認為前 20 大持股平均而言是經理人最具信心的股票，表現應較突出。排名在前 20 以後個股之被持股比率低且零散，故平均而言接近大盤報酬。二、研究主要持股，因此月五大持股的資料相對有效，增加本研究樣本數且降低時間間隔誤差。三、20 大持股在本研究研究期間，平均解釋可觀察之股票型基金投資組合績效 45.2%，對績效足具重要影響。

第四節、研究假說

基金主要持股為基金經理人最具有信心的股票，可以透過觀察這些股票的表現與特性，來探討證券分析之價值。本研究主要研究分三部分，第一部份是探討共同基金主要持股之特性與計算超額報酬，第二部分是研究股票之本益比與現金股利率是否影響多空頭時期個股之表現，第三部分則是探討這些主要持股超額報酬是否代表具擇時或選股能力。本研究三個假說如下：

假說一：不同共同基金經理人加碼相同的股票，因此在各月會有少數股票被不同經理人集中持有。隨著股市多頭與空頭變化，集中持有之股票不同，與股票特性有關，且這些股票在集中持有的期間具有超額報酬。

假說二：多頭時期，基金經理人喜愛高本益比與低現金股利之股票；空頭時期，偏愛低本益比與高現金股利之股票，因為高本益比與低現金股利之股票在多頭時期表現較佳，而低本益比與高現金股利之股票在空頭時期表現較佳。

假說三：基金經理人集中持有之股票，若集合為一投資組合，具擇時能力。在多頭時期，系統風險較高，賺取更高報酬，在空頭時期，系統風險較低，降低損失，因此具有超額報酬。



第二章 文獻探討

目前研究共同基金績效之文獻主要歸納為兩方面，一為直接研究共同基金報酬，一為研究基金持股。直接研究共同基金報酬之文獻較多且豐富，而持股方面因資訊不夠完整，且未發展出固定之研究模型，文獻較少。探討基金經理人行為之文獻亦分為兩類，一為探討共同基金經理人之從眾行為，一為與經理人為吸引投資人新資金流入所採取之行為，這皆會影響到市場由多頭轉向空頭時基金經理人之選股行為。

研究持股資料方面，目前台灣與美國皆要求共同基金須報每季之詳細持股資料，台灣另要求須公布月五大持股，故國內外文獻主要以研究季持股為主，找尋基金經理人選擇股票之偏好，以及何種選股模式可能擊敗大盤。缺點為持股資訊公布時間間隔過長，以季為單位，造成投資組合與真實持股狀況有一段時間上的落差。

研究共同基金報酬方面，從最早 Sharp (1966)與 Jensen (1968)等學者發明傳統指標研究超額報酬開始，近年又將超額報酬分為擇時與選股能力，主要以 Treynor 與 Mazuy (1966)與其延伸模型做實證研究，然而因取樣時間與市場之不同，目前實證結論分歧，大部分為擇時與選股皆不顯著之結論。

本研究綜合兩者探討績效之方式，首先除季資料外多加入月五大持股資料，以彌補季資料不夠即時的問題，並創造一個模擬投資組合模擬整個共同基金主要持股狀況，以便將研究範圍限制在探討投資組合內之持股，仔細探討持股之特性與變化。另外本研究亦以 Chang 與 Lewellen (1984)擇時與選股能力模型，研究整個投資組合的績效。

本章第一節探討基金持股績效與偏好，第二節介紹各種評價共同基金超額報酬的模型，第三節簡介過去文獻在各個時間與地點下之選股與擇時能力實證

研究，第四節探討從眾行為下集中持有股票之表現，第五節則研究影響共同基金資金流入的因素有哪些，與這些因素會如何改變基金經理人之行為。

第一節 共同基金持股績效與持股偏好研究

政府法規強制共同基金揭露持股，使資訊更為透明，避免共同基金出現詐欺的現象，例如與公開說明書規範的投資標的不同。此資訊揭露開啟了學者研究的新方向-持股研究，有資料可更深入研究共同基金績效的成因與持股偏好。

在績效表現上，Chen、Jegadeesh 與 Wermers (2000) 研究 1975 年 1 月至 1995 年 12 月共同基金季持股，發現共同基金持股並未擊敗大盤，但是檢視其交易，推出以下結論。一、共同基金買進之股票報酬扣除賣出股票之報酬，在交易後未來一年未調整報酬高達 4.69%，考慮股票類型後調整之報酬 (DGTW-adjusted return) 約為 2%，代表新的交易可能具有選股能力。二、共同基金最新買入的股票表現勝過被動持有的股票，這代表共同基金持有股票期間超過其可預測之期間，可能因為要避開高額交易成本或資本利得稅。三、在贏家基金與輸家基金之比較上，其認為贏家基金持有之股票績效表現大幅超越輸家基金持有之股票，但單就新買入的股票而言，贏家基金僅小勝。四、比較周轉率高與低之基金持股表現，發現周轉率越高之基金選股能力越好。

Grinblat 與 Titman (1994) 亦認為基金管理費用與基金規模和超額報酬無關，但是周轉率與超額報酬有關，代表共同基付出越多的努力在研究與交易上，會得到越高的報酬。

Grinblatt 與 Titman (1989) 研究 1975 年至 1984 年共同基金之季持股，以 274 支共同基金建立一模擬投資組合，用 Jensen (1968) 方法研究超額報酬，並依類型做進一步研究，發現僅積極成長型與成長型基金有超額報酬，但若扣除交易費用，則無超額報酬，其認為選股能力可能存在，但具此能力之經理人皆會收較

高之費用，使基金無超額報酬。

以上文獻探討持股績效，探討何種類型的基金具超額報酬，但並未研究經理人持股之特性，以及多頭與空頭時持股之轉換。本研究細分出主要持股，研究持股轉換與持股之特性。

共同基金偏好方面，Falkenstein (1996)，研究美國開放型基金，期間自 1991 至 1992 年，發現基金經理人喜歡資訊透明與低交易成本之股票，避免低個別波動風險(非系統風險)與小型股之股票。Chen、Jegadeesh 與 Wermers (2000)研究發現美國共同基金偏好大型、高股價淨值比、高流動性與過去績效好之股票。葉欣怡 (2005)研究經理人特質與持股特性之關連，發現男性經理人持股總風險較女性經理人高，經理人教育程度越高，持股周轉率越低。

研究基金偏好之文獻探討經理人很少討論到多空頭時期偏好之轉變，以及此偏好對於績效之影響。研究者認為偏好並非持續不變，多頭與空頭市場，經理人選股標準會因此改變，故本研究細分多空頭時期，發現選股偏好明顯轉變，偏好與報酬有顯著之關連。

Elton、Gruber 與 Blake (2007) 研究 1994 年至 2004 年共同基金，並取得部分共同基金之月持股資料²，與季資料與半年資料一起做研究，發現以間隔越長的持股資料做研究，預測績效的能力越差。另外其同時比較以持股資料與共同基金報酬做迴歸分析所計算出來的超額報酬，發現以持股資料做研究可以挑選出表現較佳之共同基金。一般文獻以季持股資料為主，此文獻是少數可探討至月持股的論文，但由於是自願提供，因此樣本可能會影響結果。本研究以月資料為主，且研究對象為全體台灣股票型基金。

Brunnermeier 與 Nagel (2004) 研究 2000 年科技泡沫前後避險基金投資組合，

² 美國證管會(SEC)於 1970~1980 年要求提供季持股資料，1980~1997 年僅要求提供半年持股資料，1997 年則改回季持股資料。其取得之月資料是由基金公司自願提供。

創造一個整體避險基金的模擬投資組合，觀察投資組合持股與超額報酬，發現避險基金並非傳統避開高估股票之理性投資者，而是具擇時能力，追逐科技泡沫賺取超額利潤，自 1998 年至 2000 年科技泡沫期間，平均每季超額利潤 4.5%。選擇理性避開科技泡沫之經理人，反而因績效較差造成投資人贖回，在泡沫前即遭到清算。本研究參考其方式建構台灣股票型基金主要持股投資組合，探討共同基金是否在面對多空頭轉換時，與避險基金一樣具擇時能力，並透過 Chang 與 Lewellen (1984)擇時與選股能力模型驗證。

第二節 基金績效評估

一、基金評比指標

共同基金績效評估，不應僅考慮實際報酬，而應將風險調整後之報酬率做為準則。許多學者延伸資本資產訂價模型(capital asset pricing model；簡稱 CAPM)之觀念，檢視共同基金是否具有超額報酬，這些指標也成為投資人選擇基金的重要依據。

Treynor (1965)認為共同基金具有分散風險的特性，故評估風險時應將非系統風險排除，僅考慮系統風險，計算承擔每一單位系統風險所能獲得的平均超額報酬，當 TR_i 越大，表示承擔每單位系統風險有越高的超額報酬。如 2-2-1 式：

$$TR_i = \frac{E(R_i) - R_f}{\beta_i} \quad (2-2-1 \text{ 式})$$

$E(R_i)$ ：第 i 個共同基金投資組合報酬率

R_f ：無風險利率

β_i ：第 i 個共同基金所承擔的系統風險

Sharpe (1966) 認為有效率的投資組合應與市場投資組合有完全的正相關，故以計算承擔每一單位總風險所能獲得的平均超額報酬作為評估基準，

當 SR_i 越大，表示承擔每單位總風險能獲取越高的超額報酬。如下 2-2-2 式所示：

$$SR_i = \frac{E(R_i) - R_f}{\sigma_i} \quad (2-2-2 \text{ 式})$$

$E(R_i)$ ：第 i 個共同基金投資組合報酬率

R_f ：無風險利率

σ_i ：第 i 個共同基金所承擔的總風險

Jensen (1968)認為資本市場並不具有完全的效率性，基金經理人因擁有優勢資訊，使其投資組合期望報酬不等於資本資產訂價模型所計算出來的期望報酬。故 Jensen 在資本市場線加入截距項，利用截距來衡量共同基金之超額報酬，如 2-2-3 式

$$E(R_i) = \alpha_i + R_f + \beta_i (R_m - R_f) \quad (2-2-3 \text{ 式})$$

$E(R_i)$ ：第 i 個共同基金投資組合報酬率

R_m ：市場報酬

R_f ：無風險利率

α_i ：第 i 個共同基金之超額報酬。當截距項 $\alpha_i > 0$ ，表示該投資組合具有超額報酬，勝過市場投資組合之績效；若截距項 $\alpha_i < 0$ ，表示該投資組合遜於市場投資組合。

二、選股與擇時能力衡量指標

傳統績效指標並未解釋基金經理人獲取超額報酬之能力是來自選股能力或是擇時能力，因此學者進而以迴歸模型將兩者分離出來，做更進一步的分析與解釋。以下是在研究選股與擇時能力上具原創性之文獻。

1. Fama (1972)

Fama (1972) 認為基金經理人擁有的能力可分為兩部分，一為個股股價預測 (micro forecasting)，即對個別標的走勢的預測，一為市場走勢預測(macro forecasting)，即對整體市場走勢的預測。前者為個別證券分析，即為選股能力，判定個別股票相對價值是否高估與低估，透過資本資產訂價模型之概念，比較經理人在相同市場風險下，擊敗市場投資組合之能力。後者為擇時能力，指預測未來市場走勢的能力。具擇時能力之經理人，可在多頭市場調高整體投資組合之系統風險以提高獲利，並在空頭市場降低投資組合系統風險以規避損失，賺取超越市場組合報酬之超額報酬。

2. Treynor 與 Mazuy (1966，簡稱 TM 模型)

Treynor 與 Mazuy (1966)認為觀察共同基金經理人調整系統風險程度，可判斷其是否具有擇時能力。若基金經理人具擇時能力，會在多頭市場會改變投資組合來提高系統風險水準，在空頭市場降低系統風險水準，以期獲得超額報酬，基金的系統風險並非穩定的，經理人會根據其對市場的預期改變投資組合所承擔的系統風險。

Treynor 與 Mazuy 認為具擇時能力之經理人，投資組合特徵線為二次式的曲線型態。其式如下：

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_{p1}(R_{mt} - R_{ft}) + \beta_{p2}(R_{mt} - R_{ft})^2 + \varepsilon_{pt}$$

(2-2-4 式)

R_{pt} ：投資組合報酬

R_{ft} ：無風險利率

R_{mt} ：市場報酬率

α_p ：截距項

其中 β_{p1} 與 β_{p2} 為迴歸係數，當 β_{p2} 顯著為正時，代表該基金經理人能在預測市場上漲時，調高系統風險，使斜率上升，並在預測市場下跌時，降低系統風險，使斜率下降，使投資組合易漲難跌，具有超額報酬。

3. Henriksson 與 Merton (1981，簡稱 HM 模型)

Henriksson 與 Merton 同時考慮股票與債券兩項標的，認為有預測能力的基金經理人，可藉由預測股票與債券兩個市場之相對表現，適當調整資產配置，改變投資組合之系統風險。在股市表現勝過債市時，增加股票占投資組合之權重，反之則降低，類似保護性賣權策略 (protective put)，可保護投資組合之下檔風險。HM 模型迴歸式如下：

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_{p1}(R_{mt} - R_{ft}) + \beta_{p2} \text{Max}\{0, R_{ft} - R_{mt}\} + \varepsilon_{pt} \quad (2-2-5 \text{ 式})$$

當 $R_{mt} - R_{ft} > 0$ ，上式為

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_{p1}(R_{mt} - R_{ft}) + \varepsilon_{pt}$$

當 $R_{mt} - R_{ft} < 0$ ，上式為

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + (\beta_{p1} - \beta_{p2})(R_{mt} - R_{ft}) + \varepsilon_{pt}$$

R_{pt} ：投資組合報酬

R_{ft} ：無風險利率

R_{mt} ：市場報酬率

α_p ：截距項

β_{p1} ：表示投資組合之系統風險

β_{p2} ：衡量基金經理人之擇時能力

當 β_{p2} 顯著為正時，代表基金經理人預測股市為空頭市場時，降低

投資組合系統風險，減少市場下跌所造成的損失，具有擇時能力。若 $(\beta_{p1} - \beta_{p2}) < 0$ ，代表市場下跌時基金仍可獲利。 α_i 為衡量選股能力指標，當 α_i 顯著為正時，代表經理人具選股能力。

4. Chang 與 Lewellen (1984，簡稱 CL 模型)

Chang 與 Lewellen 認為 Jensen 假設系統風險不變的評估方式，可能會低估選股能力，故自 Henriksson 與 Merton (1981) 所提出的迴歸式做進一步修正，以 2-6 式求出在多頭時期與空頭時期共投基金投資組合之系統風險，比較多頭市場時系統風險是否顯著高於空頭市場時的系統風險，以衡量基金經理人之擇時能力，迴歸式如下：

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_{p1} \min\{0, R_{mt} - R_{ft}\} + \beta_{p2} \max\{0, R_{mt} - R_{ft}\} + \varepsilon_{pt} \quad (2-2-6 \text{ 式})$$

R_{pt} ：投資組合報酬

R_{ft} ：無風險利率

R_{mt} ：市場報酬率

α_p ：截距項

β_{p1} ：空頭市場時模擬投資組合之系統風險

β_{p2} ：多頭市場時模擬投資組合之系統風險

若 α_p 顯著，代表基金經理人具選股能力， β_{p2} 為多頭市場時投資組合之系統風險 (up-market β)， β_{p1} 為空頭市場時投資組合之系統風險 (down-market β)，若 β_1 與 β_2 顯著且 $\beta_{p2} - \beta_{p1} > 0$ ，則代表基金經理人具擇時能力。

本研究選擇以 CL 模型分析選股與擇時能力，因本研究期間面對劇烈之先多頭後空頭走勢，以 CL 模型分析之數值較能同時描述多頭與空頭之系統風險變化，了解基金經理人面對大起大落之股市，其系

統風險調整之情形是否具有擇時能力。

第三節 基金選股擇時能力之實證研究

許多學者採用 Treynor 與 Mazuy (1966)等學者所發展出來的 TM 擇時與選股能力模型或其延伸模型做實證研究，發現真正具擇時與選股能力之基金經理人非常稀少，因此支付管理費與手續費購買主動式共同基金可能不是理性之選擇。

Treynor 與 Mazuy (1966)研究美國 57 支基金，期間為 1953 年至 1962 年，並以 S&P 500 作為市場投資組合，利用 TM 二次式評估模型，發現只有一支共同基金之特徵線具有二次式型態。因此可以合理推論，一般而言，共同基金特徵線應為一直線，並沒有預測市場的擇時能力，但這不代表無超額報酬，經理人仍可能透過選股方式取得超額報酬。

Henriksson (1984)研究 116 檔共同基金，期間為 1968 年 2 月至 1980 年 6 月，利用 HM 選擇權式模型，結果發現 11 檔基金具正的選股能力，8 檔基金具負的選股能力，3 檔基金具正向擇時能力，9 檔基金具負向選股能力。

Chang 與 Lewellen (1984)選取自 1971 年至 1979 年共 67 支基金的月、季報酬率進行實證分析，並以 CRSP 指數作為市場指數。以 CL 模型進行分析，在 67 支基金中，有 41 支 $\alpha_i > 0$ ，但只有 3 支顯著為正，有 42 支基金 $\beta_{p2} - \beta_{p1} < 0$ ，但只有 4 支顯著為負。季資料分析中，67 支共同基金中有 3 支基金 α_i 顯著為正，1 支顯著為負。2 支 $\beta_{p2} - \beta_{p1}$ 顯著為正，5 支顯著為負。概括而言，1970 年代僅少數共同基金具正向擇時與選股能力。

楊朝成與廖咸興 (1987)研究國內 20 檔封閉型共同基金，期間為 1993 年 6 月至 1994 年 5 月，以 2-2-4 式 TM 二次式評估模型與持股比率法，探討封閉型

基金擇時能力，結論為無法發現共同基金之擇時能力。

周賓鳳與邱湘靈 (1996)研究美國與亞太區域型基金，期間為 1991 年至 1995 年，利用 TM 二次式評估模型與 HM 選擇權式模型，結果發現整體而言共同基金選股與擇時能力不顯著。姚雅玢 (1999)同樣利用 TM 二次式評估模型與 HM 選擇權式模型研究 46 個開放型基金之選股與擇時能力，期間為 1996 年 1 月至 1999 年 4 月，結果發現基金具顯著選股能力，但不具擇時能力。徐清俊與陳欣怡(2004)亦以兩種模型同時考慮 Garch 效果，研究國內 68 支股票型基金，期間自 1998 年 1 月至 2002 年 12 月，發現台灣共同基金具擇時能力，但不具選股能力。顯示在不同期間與市場，同一模型下可能會有不同之實證結果。

魏天元 (2002)研究台灣 220 支共同基金，期間自 1996 年 1 月至 2000 年 10 月，同時考慮產業與基金資產規模，發現共同基金不具擇時能力，大部分擇時能力顯著之基金為負向擇時能力，可能與當時許多突發事件包括金融危機、兩岸危機等，影響共同基金擇時能力。其亦發現規模小的基金較規模大之共同基金具擇時能力。

選股與擇時能力研究之文獻，僅探討共同基金的報酬，並未研究持股。本研究從報酬面探討之外，亦探討持股變化，具體解釋擇時能力可能來自於持股。另本研究挑出台灣所有股票型基金之主要持股組成一投資組合做研究，探討共同基金擇時選股之情形，做為判斷所有基金經理人選股與擇時能力之依據，不分別探討個別基金之情形。

第四節 經理人從眾行為研究

經理人從眾行為主要是探討經理人在同一時間大量買進或大量賣出同一檔個股，並研究此行為之原因與帶來之報酬。其中最常被探討的原因分為兩種，一為正向回饋 (positive feedback) 交易策略，買進過去績效好之贏家股票，另一

種為窗飾 (window dressing) 策略，在公布持股日前賣出過去績效不佳的輸家股票。

在窗飾策略方面，Lakonishok、Shleifer 與 Vishny (1991) 研究退休基金的窗飾策略，資料為 1985 年至 1989 年 769 支股票型退休基金，發現退休基金確實在第四季申報持股前賣出下跌的股票，尤其以小型退休基金最為明顯。但論文中亦提到這個行為並沒有違反其平常的投資模式，退休基金通常會買輸家股票，並賣出特別顯著的輸家與贏家。Musto (1999) 研究 1987 年至 1997 年 504 檔貨幣市場共同基金週持股的窗飾效應，發現在公佈持股前會偏好政府發行的債券，以顯示給大眾比較安全的投資組合，降低大眾認知的投資組合違約風險，並認為在揭露與不揭露兩種情況，經理人會有不同的投資組合。Chevalier 與 Ellison (1997) 研究 1983 年至 1993 年 449 支共同基金，比較同樣績效但窗飾程度差異對於吸引投資人資金的差異，認為有窗飾行為的共同基金並不會吸引比較多的資金流入，考慮窗飾策略所需的成本，窗飾做法所付出的代價可能高於可獲得之利益。

在正向回饋交易策略方面，Grinblatt、Titman 與 Wermers (2001) 研究 1975 年至 1984 年美國 155 支共同基金的季持股，認為共同基金經理人的從眾行為與追漲殺跌 (momentum) 行為皆是顯著的，偏好買進過去績效好的股票，並往往在同一時間買進或賣出同一支股票。其發現偏好追漲殺跌策略的基金績效勝過逆向操作基金，認為具超額報酬的基金可能只是追漲殺跌策略的結果，並非擁有資訊上的優勢。Chan、Jegadeesh 與 Lakonishok (1996) 認為正向回饋效果會延續 6 個月，過去 6 個月表現最好的股票與最差的股票，在未來 6 個月績效表現上會差距 8.8%，但是過了 6 個月之後則無明顯差別。這種正向回饋效果在小型股特別明顯。

Wermers (1999) 研究從 1975 年至 1994 年共同基金從眾行為，發現(一)小型股從眾的行為特別高，以基金分類來看，以成長型基金從眾行為最高。經理人

偏好過去報酬高之股票，而證券經紀商偏好推薦過去報酬低之股票。(二)從眾買進之股票表現勝過從眾賣出之股票，在小型股此現象特別明顯，可能是因為從眾行為乃是反映該股票新的資訊，加速資訊反映到股價的時間。(三)交易成本侵蝕獲利，尤其小型股交易成本高，因此考慮成本後可能沒有超額報酬。

呂素蓮、李世英、陳穎峰與黃義俊 (2006) 研究 2001 年至 2005 年台灣股票型基金，認為平均而言有從眾行為，尤其是從眾買入行為。當期個股規模越小者，本身的資訊揭露或公開資訊較少，會增加投資人或基金經理人不確定感，而無法堅持自己的投資策略，因此有較明顯的從眾行為的發生。若以當期股價報酬區分，當期報酬越大之股票，有較高的從眾買入行為。

由於本研究建構之投資組合是取各月前 20 大持股，因此具有一、轉換持股快速，Chen、Jegadeesh、與 Wermers (2000) 與 Grinblatt and Titman (1994) 提到周轉率高的共同基金會有較高之超額報酬。二、持股為從眾持股，Wermers (1999) 認為這些股票具超額報酬，Grinblatt、Titman、與 Wermers (2001) 認為正向回饋策略所產生的從眾效應會產生超額報酬。然而 Lakonishok, Shleifer, and Vishny (1991) 提出的窗飾策略可能會影響公佈持股的真實性，造成本研究就持股推論與實際報酬的誤差。

第五節 共同基金資金流入研究

共同基金與投資人會有代理人問題，主要是因為基金經理人是根據資產規模抽取管理費，而非績效，因此其投資組合可能會受到動機的影響而不依照投資人的最佳利益進行配置。另一方面，從投資人的角度，部分文獻探討基金投資人根據過去的績效選擇基金可否獲取超額報酬。這些因素會影響基金經理人的投資決策與投資人選擇基金的成效。

Lu (1999)發現共同基金投資人之資金會流入未來表現較好之基金，新流入資金具聰明錢效果 (smart money effect)，然而此效果只能在短期維持，30 個月後效果會反轉。資金流入表現較好之贏家基金，與基金績效持續性相關，與總體經濟無關。然而此現象並不代表績效好基金規模較大，通常有新資金流入但規模小的基金，表現超越大盤的現象較顯著。

黃玉娟、林美齡、李建慧 (2006)以 2000 年 1 月到 2006 年 1 月國內核備之海外開放型共同基金為研究對象，探討海外開放型基金採用動能策略與反向策略在短、中、長期下之適用時機，證實海外共同基金市場雖存在價格動能效果，呈現「強者恆強，弱者恆弱」之情形，投資人可藉由反應不足之特性來建構投資組合，以獲得穩定之正報酬，但投資組合的動能會隨持有期間的增加而逐漸遞減。當投資人以基金規模大小作為投資標的之參考時，可以直接採用小規模的策略，買進前期規模較小的基金，以獲得較佳的超額報酬。

Chevalier 與 Ellison (1997)研究 1983 年至 1993 年 449 支共同基金，認為共同基金會在最後幾個月調整風險以吸引資金流入，因為只有績效前幾名的基金會有很大的資金流入，而績效平庸或很差的基金資金流入皆很少，因此共同基金有動機去冒險以追求較好的績效排名，在每年 9 月至 12 月會調整投資組合，前期表現好的基金投資組合較保守以維持排名，前期表現差的會採取積極的投資組合，希望年度績效能最後三個月衝到前幾名。

共同基金為吸引資金流入，必須要冒險賺取超額報酬，本研究認為這正是在面對股市劇烈波動時基金經理人必須積極操作的原因。Brunnermeier 與 Nagel (2004)發現科技泡沫時避險基金經理人仍冒險持有科技股。避開科技股之基金，在泡沫破滅前即遭投資人贖回，面臨清算命運。故一支基金若要維持其資產規模，就算未能得到風險調整後之超額報酬，仍必須冒險維持與競爭者的距離，使績效在泡沫未破時不致會落後競爭者太多，避免資金大量流出。本研究探討這段期間積極選股操作，是否能為投資人帶來較高之報酬。

第三章 研究方法

第一節、研究樣本與研究期間

本研究研究樣本蒐集期間為 2006 年 6 月至 2008 年 12 月，共 31 個月。主要研究期間為 2007 年 10 月高點附近之 2007 年 4 月至 2008 年 12 月。樣本為在台灣所有發行之台灣股票型基金，自投信投顧公會與 TEJ 資料庫，摘錄 2006 年 6 月至 2008 年 12 月基金各月前五大持股與季總持股，因此每年 3、6、9、12 月為總持股資料，其餘月份僅為五大持股資料。

個股資料摘自 TEJ 資料庫，各項比率以 TEJ 評價比率為主，其比率為當日股價與最近季財報之年化數字求出。比較的大盤報酬率為台灣經濟新報資料庫 TEJ 收益指數 (代號 Y9997)，為還原股票與現金股利之完全收益台股大盤指數。

第二節、架構共同基金主要持股投資組合

本研究欲研究主要持股之股票特性與報酬，故將共同基金主要持股依照比率建構一投資組合。透過五大持股與季總持股，設計出「共同基金主要持股投資組合」。資料處理步驟如下：

第一步：找出共同基金前 20 大主要持股，並組成投資組合

首先以 2006 年 6 月至 2008 年 12 月各月所有基金的月五大持股與季持股資料，選出經理人持有最多的前 20 名之持股。挑選標準以持有該股票之基金總數，以及持有基金平均持有該股票佔其投資組合之比率，兩者相乘作為加權基準。以前述之加權方式，將這 20 支個股做加權平均，做為該月台股共同基金投

資組合。本方法之隱含假設為各基金總規模相等，故僅以持有該股票之基金數與持股比率做加權，並不考慮持有該股票基金之規模大小。

第二步:計算未調整之共同基金主要持股投資組合報酬

由於各基金僅公布月底持股，本論文必須模擬真實持股期間與比重以利計算，故假設該公布持股的持股期間為該月月中(15日)至隔月月中(15日)。先求算這段期間的個股報酬率，再以各股票佔投資組合之比率做加權平均，即可得到每個月投資組合之報酬率。此即為未調整月中投資組合之報酬。調整後公式如下：

$$R_{ti} = \sum_{i=1}^{20} W_{ti} \times E_{ti} \quad (\text{式 3-2-1})$$

$$\text{其中 } W_{ti} = \frac{N_{ti} \times H_{ti}}{\sum_{i=1}^{20} N_{ti} \times H_{ti}}$$

t : 月份

i : 該月份持有之個股排序

R_{ti} : 該月投資組合報酬

W_{ti} : 個股占主要持股投資組合之權重

E_{ti} : 該月該股票之報酬

N_{ti} : 該月持有該股票之基金數

H_{ti} : 該月該股票占持有基金投資組合之平均比率

第三步：計算調整後之共同基金主要持股投資組合報酬

月中持股狀況經過半個月股價之漲跌，於月底報出時已有失真，使該段期間上漲之股票，於月底發布投資組合時比率上升。本研究必須調整這種狀況，因此共同基金所報出之月底持股比率，必須調整月中到月底這段期間的報酬，以還原 15 日前月中之真實持股狀況。此即為調整後月中投資組合。

首先計算 20 大持股在每月月中到月底的報酬率，接著將前 15 日報酬率的增幅作為權重的減幅，調整出新的投資組合權重。再依照前一步驟之方式計算投資組合報酬率，此即為調整後月中投資組合報酬率，作為本研究後續研究之主要依據。調整後公式如下：

$$R_{ti}^a = \sum_{i=1}^{20} W_{ti}^a \times E_{ti} \quad (\text{式 3-2-2})$$

$$\text{其中 } W_{ti}^a = \frac{[(N_{ti} \times H_{ti}) / (1 + a_{ti})]}{\sum_{i=1}^{20} (N_{ti} \times H_{ti}) / (1 + a_{ti})}$$

R_{ti}^a ：調整後該月投資組合報酬

W_{ti}^a ：調整後該股票之權重

a_{ti} 為該股票自該月月中至月底之報酬率。

月中未調整組合會高估報酬，因為月中到月底這段期間該股票的上漲，會造成月底投資組合該股票權重之比重較重，但這樣的投資組合配置並非基金經理人之原意，而是市場報酬影響之結果；下跌亦然，月中到月底下跌之股票佔月底投資組合之比重下降。調整後投資組合較保守與接近真實，還原經理人進場時的持股狀況，會把上漲個股之投資權重往下調，下跌個股之投資權重往上調，使報酬率較未調整之組合低。

第三節 研究架構

一、探討模擬投資組合各月持股變化之選股偏好與超額報酬

依照前述之各月投資組合投資，於每月 15 日更換新投資組合，檢視投資組合變化是否有偏好某些類型之股票，以及忽略交易成本後與大盤比較是否有超額報酬。

為區分高本益比與低本益比股票，計算自 2006 年 6 月至 2008 年 12 月
個股在各月之本益比，取算術平均數，高於 25 視為高本益比股票，低於 15
視為低本益比股票，以去除股市多空頭造成個股本益比改變所造成的影響。
研究期間台股平均本益比為 16.86，模擬投資組合為 22.75。

以前述之投資組合，計算其 20 支個股各月之平均財務指標，包括本益
比、股價淨值比、現金殖利率。平均方式為中位數以去除極端值。另亦加
總 20 支股票總市值以與台股總市值做比較。

二、檢定高點前後「近三月」與「遠三月」投資組合之股票本益比與現金股利 率變化，並探討持有單一投資組合在不同期間報酬之報酬變化

本益比是股票評價的重要依據。本研究進一步檢定本益比之差異。本
部分使用之本益比為個股在 2006 年 6 月至 2008 年 12 月之平均本益比，以
去除多空頭帶來之個股本益比變動因素。

以台股 2007 年 10 月高點作為分界，高點前的三個月-自 2007 年 7 月
至 2007 年 9 月的模擬投資組合，共 60 支持股作為「高點前近三月投資組
合」，後三個月-2007 年 11 月至 2008 年 1 月，作為「高點後近三月投資組
合」，同理以較遠期的 2007 年 4 月至 6 月為「高點前遠三月投資組合」，2008
年 2 月 2008 年 4 月作為「高點後遠三月投資組合」。每個組合有共 60 個本
益比數據，以 t 檢定：成對樣本平均數差異 t 檢定，探討變化是否顯著。

以前述之方式檢定投資組合各月之現金股利率，觀察在多頭與空頭期
間持股之現金股利率是否顯著不同。

為分析同一投資組合在較長期間的表現，以近三月與遠三月投資組合
所挑出之個股，共各 60 支股票取其研究期間 31 個月中各月平均報酬，探
討該持股轉換之變化是否合理並帶來該期間之超額報酬。

以本法推算之超額報酬可驗證共同基金在高點前後從高本益比股票轉為低本益比股票與低現金股利率轉為高現金股利率持股之合理性，與前述以每月更換投資組合方式計算之方式相比，可去除前法持股期間推論的不確定性，並可凸顯不同特性之股票長期表現之差異。

三、檢定投資組合是否具有擇時與選股能力

首先以 Chang 與 Lewellen (1984) 基金經理人擇時與選股能力模型，檢定該投資組合是否具有擇時與選股能力，以迴歸式計算多頭與空頭 β 值，判斷擇時能力。再以時間點切割空頭與多頭時期之 β 值，計算 2007 年 10 月高點前與高點後投資組合 β 值之變化，進一步探討擇時能力。

1. Chang 與 Lewellen (1984)選股與擇時能力模型

本研究欲了解基金經理人之主要持股變化，是否具有擇時能力，Chang 與 Lewellen (1984)透過前述 2-2-6 式式檢定基金經理人擇時與選股能力，如下式：

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_{p1} \min\{0, R_{mt} - R_{ft}\} + \beta_{p2} \max\{0, R_{mt} - R_{ft}\} + \varepsilon_{pt} \quad (2-2-6 \text{ 式})$$

R_{pt} ：投資組合報酬

R_{ft} ：無風險利率

R_{mt} ：市場報酬率

α_p ：截距項

β_{p1} ：空頭市場時模擬投資組合之系統風險

β_{p2} ：多頭市場時模擬投資組合之系統風險

若 α_p 顯著，代表在市場報酬為 0 時，投資組合仍可賺取正報酬，

證明經理人具選股能力。若 β_1 與 β_2 顯著且 $\beta_{p2} - \beta_{p1} > 0$ ，則代表基金經理人在多頭市場增加系統風險 β 值，在空頭市場降低系統風險 β 值，具擇時能力。報酬月資料自 2006 年 6 月至 2008 年 12 月。

2. 高點前後投資組合 β 值變化

以 2007 年 10 月做為分界點，2006 年 6 月至 2007 年 9 月的 β 值為高點前 β 值，自 2007 年 10 月至 2008 年 12 月為高點後 β 值。若高點前 β 值大於高點後 β 值，代表主要持股投資組合在股市上升階段提高 β 值，在股市下降階段降低 β 值，具有擇時能力。

第四節 研究限制

本研究以月持股探討共同基金績效，由於有一段時間落差，因此會有誤差產生，造成結果與實際表現不同，包括資金流量影響報酬、窗飾效應掩飾真實持股、持股時間不同於假設持股期間，描述如下：

一、資金流量影響報酬

由於共同基金擁有龐大資金，若同時湧入同一支股票，可能會拉抬該股票股價，造成當月該股票具超額報酬，然而基金卻沒有辦法完全享受到該月報酬，因為其較晚買入的價格已經被資金流量墊高，賣出時亦會有相同現象，資金大量流出會壓低股價。根據本研究所做的假設，也就是在 t 月 15 日買進，t+1 月 15 日賣出，本研究認為此問題不大，買進與賣出之假設情境如下：

1. 若 t 月 15 日以後買進，t+1 月 15 日以前出脫，則無影響，買進拉高價格與賣出壓低價格同時發生而互相抵消，該月報酬不受流量影響。（持有期間<1 個月）

2. 若 t 月 15 日以後買進， $t+1$ 月 15 日以後賣出，可能有高估現象，因為大量買進墊高當月價格，平均買進成本較高，使表面報酬較實際為高。
(持有期間未知)
3. 若 t 月 15 日以前買進， $t+1$ 月 15 日以前賣出，可能有低估現象，因為賣出壓低價格降低當月報酬，使表面報酬較實際為低。(持有期間 <1 個月)
4. 若 t 月 15 日以前買進， $t+1$ 月 15 日以後賣出，則無影響，因為資金流量並非在當月流進與流出，不影響當月之報酬。(持有期間 >1 個月)

本研究認為若資金流入流出在同一期間，則可互相抵銷，對於該月報酬不會造成影響，因此 1 與 4 這兩個現象皆無影響，而 2 與 4 會造成一個高估與一個低估的現象，若兩者發生機率相同，則可互相抵銷。

二、窗飾效應掩飾真實持股

基金經理人在公佈持股前，會賣出過去表現不好的股票，買入過去表現較佳的股票，誤導投資人對於經理人選股能力的判斷，這樣的現象確實會造成本研究的誤差，但由於窗飾策略會增加交易成本，會使基金績效降低，因此經理人窗飾的動機並不高。

三、持股時間不同於假設持股期間

由於共同基金僅揭露月持股，本研究假設持股期間為 t 月 15 日買進至 $t+1$ 月 15 日賣出，可能與真實情況有落差，因此不能完整描述持股狀況，該月投資組合的其中一項持股，持股期間可能超過該月或不到一個月，起始與結束時間也並非剛好在月中 15 日。

雖然研究持股相較於直接研究報酬，會產生上述的誤差，但是持股加入了經理人選股的線索，Elton、Gruber 與 Blake (2007) 比較以持股資料與共同基金報酬做迴歸分析所計算出來的超額報酬，發現以持股資料做研究可以挑選出表現較佳之共同基金。



第四章 研究結果與討論

第一節 基金經理人選股策略逐月轉變

一、股市高點前偏好高本益比股票，高點後偏好低本益比股票

從表 3-1-1 將本益比分為四類，算術平均本益比大於 25 為高本益比股票，低於 15 為低本益比股票。本研究發現在 2007 年第一季開始，為持續三季的多頭市場，基金經理人大幅偏好高本益比股票，高本益比股票佔模擬投資組合 44%，2007 年第三季股市大好，低本益比不受歡迎，僅占投資組合 8%。但從 2007 年第四季空頭市場開始後，偏好迅速改變，低本益比股票所佔比率高過高本益比股票，在 2008 年第三季此情況最為明顯，高本益比股票僅佔投資組合 12%，低本益比股票則為 24%。

本益比 分類	2006- Q3	2006- Q4	2007- Q1	2007- Q2	2007- Q3	2007- Q4	2008- Q1	2008- Q2	2008- Q3	2008- Q4
>25	20%	36%	44%	44%	36%	24%	20%	20%	12%	16%
20~25	8%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
15~20	32%	24%	20%	20%	24%	24%	20%	28%	36%	28%
<15	16%	16%	12%	12%	8%	20%	28%	24%	24%	28%

由於只選前 20 大持股，若持股比率降太多則會掉出前 20 大，因此本投資組合同年周轉率高達 331%，遠高於 2007 年市場周轉率 159.91%與 2008 年市場周轉率 138.13%。在此周轉率下，可以明顯觀察到投資組合隨景氣快速調整，敏感度非常高。我們可以觀察到在 2007 年第三季前後多空頭轉換時期，比率有大幅度的調整變動。

二、計算模擬投資組合之各項比率與數據，在高點後有明顯改變

市值部分請參照圖 3-1-1，經理人在 2007 年 10 月高點以前偏市值較低的股票，如中小型股，股價風險高但成長空間大。但在高點後則迅速轉往中華電、台積電等較抗跌之大型股，這種趨勢在 2008 年 12 月達到高峰，台股總市值為 11.2 兆台幣，而 20 大持股之總市值高達 6.8 兆台幣。

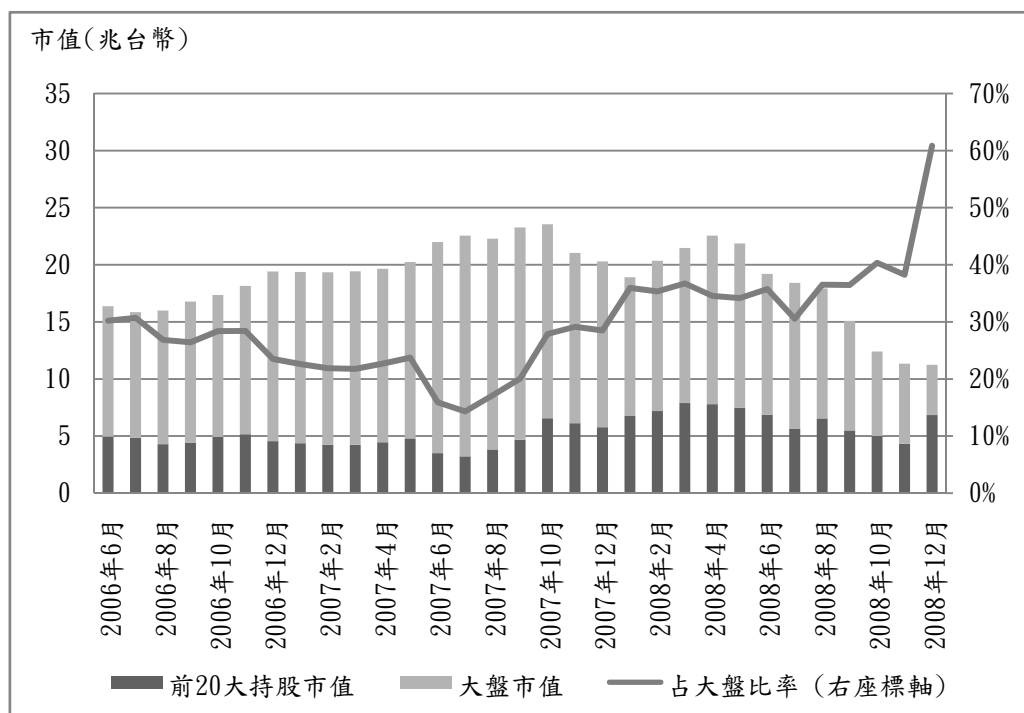


圖 3-1-1 模擬投資組合持股之總市值與大盤總市值

本益比部分請參照圖 3-1-2。經理人在大盤大幅上漲時選擇遠高於大盤平均本益比¹之高本益比股票，顯示其在股市上漲期間喜愛高股價成長性與具想像空間之股票，尤其是在多頭中期的 2007 年第二季，平均本益比一度高達 40 倍。然而在股市崩盤時明顯偏好貼近大盤本益比之股票，直到 2008 年 12 月才逐漸轉趨樂觀，提高投資組合之本益比。

¹ 為去除極端值，本節所指的平均數若未註明，皆為中位數，而非算術平均數。

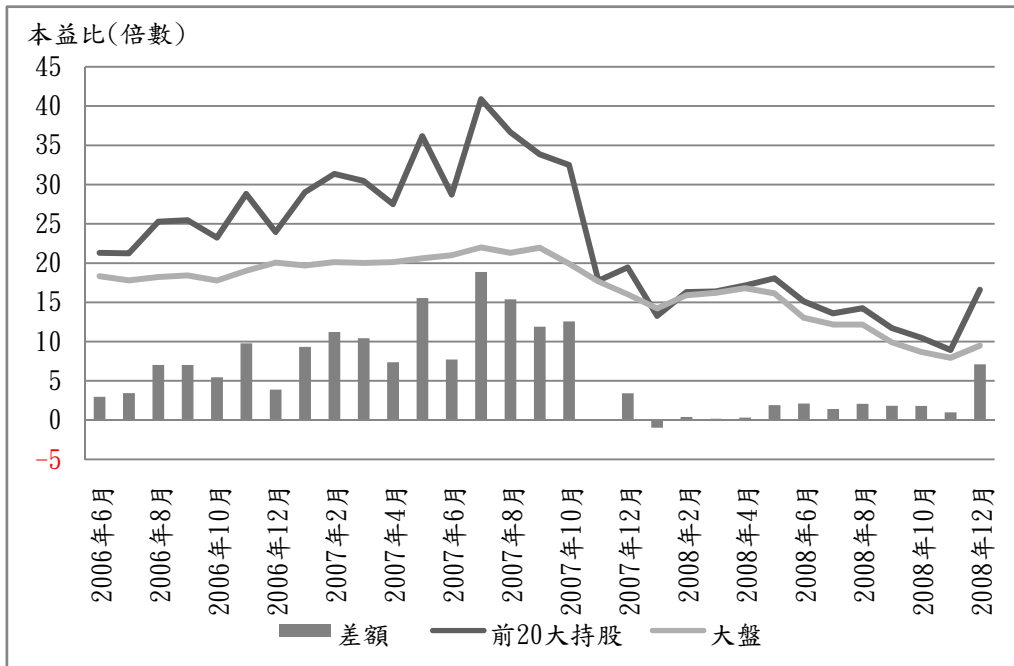


圖 3-1-2 模擬投資組合持股之平均本益比與大盤本益比

股價淨值比方面，經理人在 2007 年 10 月高點前的多頭時期，明顯偏好股價淨值比高於大盤之股票，與大盤之平均股價淨值比有明顯差距，股價淨值比在股市大多頭時為 6 至 8 倍。之後面臨空頭市場，經理人則偏好股價淨值比較低之股票。可能原因是低股價淨值比股票在空頭時期評價有其帳面價值支撐，在空頭市場相對抗跌，表現較佳。

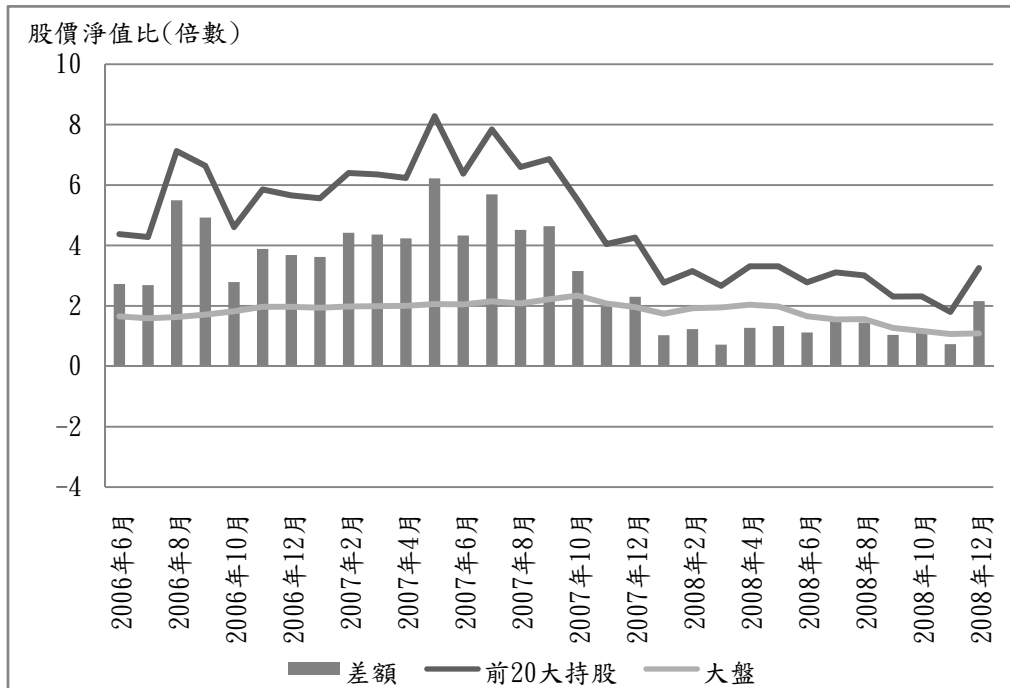


圖 3-1-3 模擬投資組合持股之平均股價淨值益比與大盤平均股價淨值比

現金股利率方面，在多頭時期經理人注重資本利得勝過現金股利，故選擇股票之現金股利較低，著重股價之成長性。在空頭時則重新注重具有穩定現金流量之股票，注重現金股利率，如中華電信，故模擬投資組合之平均現金股利率上升。

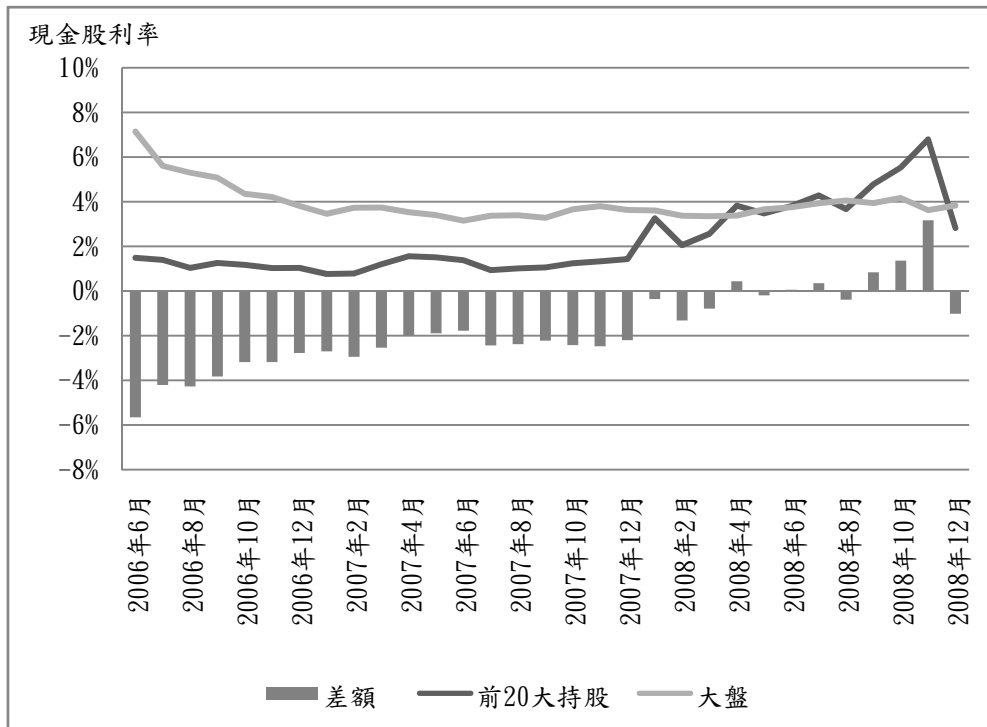


圖 3-1-4 模擬投資組合持股之平均現金股利率與大盤平均現金股利率

綜合上面所述，我們可以發現在泡沫前，基金經理人喜好風險高與成長性高的中小型股票，而在泡沫後喜好迅速轉變，轉向風險低與現金流量穩定的大型股票。這似乎為基金經理人的共同策略，接下來本研究進一步檢視經理人此持股轉換策略，是否確實可在面對多空頭轉換時帶來超額報酬。

三、基金經理人轉換主要持股之策略可賺取超額報酬

調整前投資組合平均月超額報酬為 2.79%，調整前 15 日報酬後，調整後投資組合之超額報酬略降為 2.29%，如表 3-1-2 所示，顯示基金經理人持股變化在忽略交易成本下，可帶來超額報酬，自 2006 年 6 月以來，31 個月累積複利報酬高達 94.77%。

進一步分析超額報酬的時間點，將超額報酬製成圖 3-1-5，我們可以發現在股市走多頭時基金易創造超額報酬，尤其是 2007 年 5 月與 8 月多頭時

期，超額報酬超過 10%，而 2007 年 10 月以後股市大幅向下修正，模擬投資組合則相對抗跌，創造出另一波超額報酬。這顯示模擬投資組合在多頭轉空頭期間的持股調整上確有創造超額報酬之能力。

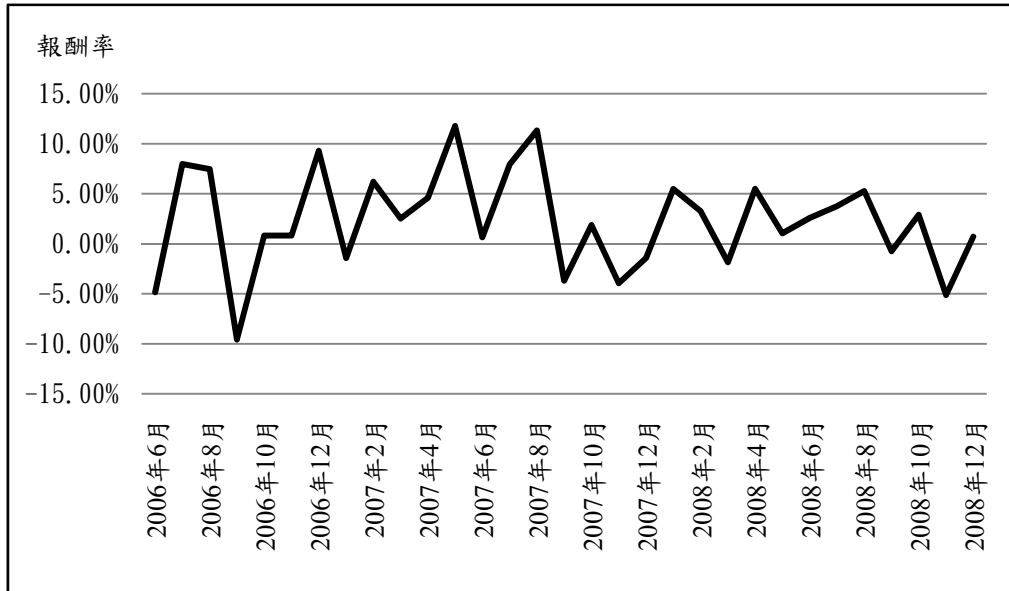


圖 3-1-5 模擬投資組合超額報酬

表 3-1-2 模擬投資組合超額報酬（未考慮費用）

	調整後月中投資組合			調整前月中投資組合		
	投資組合報酬	大盤指數	超額報酬	投資組合報酬	大盤指數	超額報酬
2006年6月	-4.38%	0.46%	-4.84%	-1.87%	0.46%	-2.33%
2006年7月	13.41%	5.44%	7.97%	13.61%	5.44%	8.17%
2006年8月	8.85%	1.39%	7.46%	9.44%	1.39%	8.05%
2006年9月	-2.28%	7.30%	-9.59%	-2.14%	7.30%	-9.45%
2006年10月	3.09%	2.26%	0.82%	3.35%	2.26%	1.08%
2006年11月	4.99%	4.17%	0.82%	5.85%	4.17%	1.67%
2006年12月	12.55%	3.25%	9.31%	13.03%	3.25%	9.78%
2007年1月	-0.82%	0.62%	-1.43%	0.14%	0.62%	-0.47%
2007年2月	4.75%	-1.45%	6.20%	4.99%	-1.45%	6.44%
2007年3月	8.78%	6.27%	2.51%	9.35%	6.27%	3.07%
2007年4月	3.73%	-0.87%	4.60%	4.31%	-0.87%	5.18%
2007年5月	19.71%	7.92%	11.78%	19.88%	7.92%	11.96%
2007年6月	15.25%	14.61%	0.64%	15.93%	14.61%	1.32%
2007年7月	0.12%	-7.82%	7.95%	1.26%	-7.82%	9.08%
2007年8月	13.12%	1.78%	11.34%	13.82%	1.78%	12.04%
2007年9月	1.74%	5.43%	-3.69%	2.60%	5.43%	-2.83%
2007年10月	-4.57%	-6.44%	1.87%	-3.77%	-6.44%	2.66%
2007年11月	-13.16%	-9.22%	-3.94%	-12.79%	-9.22%	-3.58%
2007年12月	2.40%	3.83%	-1.43%	2.38%	3.83%	-1.45%
2008年1月	-1.07%	-6.55%	5.48%	-1.39%	-6.55%	5.16%
2008年2月	7.04%	3.76%	3.27%	7.41%	3.76%	3.64%
2008年3月	7.49%	9.35%	-1.86%	7.87%	9.35%	-1.48%
2008年4月	8.09%	2.60%	5.49%	8.52%	2.60%	5.92%
2008年5月	-8.77%	-9.82%	1.05%	-8.67%	-9.82%	1.15%
2008年6月	-11.55%	-14.14%	2.58%	-11.25%	-14.14%	2.89%
2008年7月	11.65%	7.90%	3.75%	12.12%	7.90%	4.22%
2008年8月	-10.20%	-15.47%	5.27%	-10.08%	-15.47%	5.39%
2008年9月	-13.89%	-13.14%	-0.75%	-13.67%	-13.14%	-0.54%
2008年10月	-12.68%	-15.57%	2.90%	-11.79%	-15.57%	3.78%
2008年11月	-1.52%	3.62%	-5.14%	-1.05%	3.62%	-4.66%
2008年12月	-5.64%	-6.35%	0.71%	-5.71%	-6.35%	0.64%
算數平均	1.81%	-0.48%	2.29%	2.31%	-0.48%	2.79%
總複利報酬	54.57%	-21.88%	94.77%	79.89%	-21.88%	126.61%
年化標準差	31.58%	27.44%	17.35%	31.60%	27.44%	17.15%

第二節 高點前後之主要持股投資組合績效差異

一、高點前後之投資組合，本益比與現金股利率顯著不同

創造「近三月」與「遠三月」之投資組合後，以該投資組合中 60 支個股本益比的平均數與中位數檢定投資組合之本益比，發現近三月與遠三月平均數具顯著差($t=2.67$ 與 $2.84, p < .01$)，中位數亦差異顯著($t=2.35$ 與 $3.50, p < .05$ 與 $.001$)。證實共同基金確實在多頭時期偏好高本益比股票，在空頭時偏好低本益比股票之現象。其中「遠三月」的差距較「近三月」更大，可能代表在多頭與空頭趨勢確定後，基金經理人才會將持股完全調整，故這兩個時間點基金經理人持股偏好改變最為顯著。

表 3-2-1 檢定高點前後投資組合本益比差異

	平均數	中位數
前近三月	30.88	24.33
後近三月	21.11	19.58
t 統計量	2.67**	2.35*
前遠三月	25.95	23.76
後遠三月	19.60	17.99
t 統計量	2.84**	3.50***

* $p < .05$. ** $p < .01$. *** $p < .001$

同理檢定近三月與遠三月投資組合之平均現金股利率，結果近三月與遠三月平均數差異顯著($t=-3.62$ 與 $-4.01, p < .001$)，中位數亦差異顯著($t=-3.48$ 與 $-3.76, p < .001$)。共同基金經理人在多頭時期偏好低現金股利率股票，在空頭時期則偏好高現金股利率股票。前後期現金股利率較本益比差距更大，代表經理人在股市由多頭轉向空頭時，對於現金股利率可能更為敏感。此外，現金股利率也有與本益比相同的現象，「遠三月」投資組合

的差距較「近三月」顯著。

表 3-2-2 檢定高點前後投資組合現金股利率差異

	平均數	中位數
前近三月	2.4%	1.8%
後近三月	3.5%	2.9%
t 統計量	-3.62***	-3.48***
前遠三月	2.7%	2.1%
後遠三月	4.0%	3.3%
t 統計量	-4.01***	-3.76***

*** $p < .001$

綜合上述兩項結果，我們可以了解基金經理人在面對泡沫前後喜好顯著改變，在多頭期間，其認為高本益比與低現金股利率之股票表現較好；在空頭期間，其認為低本益比股票與高現金股利率之股票相對抗跌，這兩項特性充分反映主要持股的變化。然而基金經理人在判斷多頭與空頭，需要足夠的資訊，多頭與空頭轉折點難以判斷，因為有可能只是短期修正並非趨勢反轉，但持續一小段時間後趨勢確立，即能調整至最適合的持股，這解釋在「遠三月」組成投資組合時，持股偏好差距較大，「近三月」為多頭結束與空頭開始的轉折點，態勢並不够明朗且反應時間較短，故持股轉變幅度相對較小。

二、泡沫前後之「近三月」與「遠三月」投資組合在多空頭時期表現具明顯優劣

表 3-2-3 即以設計出之四個投資組合，計算其自 2007 年 4 月以來之績效表現，觀察高點前投資組合與高點後投資組合之表現。首先在「近三月」投資組合方面，「高點前近三月」投資組合主要為高本益比股票，在 2006 年第三季至 2007 年第三季表現突出，平均較低本益比股票高出超過 10% 的

報酬。但在第四季股市反轉後，表現明顯落後「高點後近三月」投資組合。
 「遠三月」投資組合有同樣的現象，但差距波動範圍較「近三月」小，且
 「高點前遠三月」投資組合提早在 2007 年第三季即開始反轉，落後「高點
 後遠三月」投資組合。

表 3-2-3 投資組合績效差異

近三月投資組合										
	2006-Q3	2006-Q4	2007-Q1	2007-Q2	2007-Q3	2007-Q4	2008-Q1	2008-Q2	2008-Q3	2008-Q4
高點前近三月	19.68%	32.25%	23.14%	25.05%	38.96%	-22.85%	-10.49%	-16.94%	-16.36%	-30.41%
高點後近三月	10.85%	10.29%	7.38%	17.30%	26.00%	-2.51%	-8.78%	-8.15%	-16.11%	-35.33%
差額 (前-後)	8.83%	21.97%	15.77%	7.75%	12.96%	-20.34%	-1.71%	-8.80%	-0.25%	4.92%
遠三月投資組合										
	2006-Q3	2006-Q4	2007-Q1	2007-Q2	2007-Q3	2007-Q4	2008-Q1	2008-Q2	2008-Q3	2008-Q4
高點前遠三月	21.37%	22.36%	25.86%	28.92%	14.52%	-19.64%	-11.13%	-15.56%	-15.61%	-28.39%
高點後遠三月	8.92%	11.35%	7.19%	12.54%	27.03%	-2.49%	4.49%	-4.44%	-17.23%	-30.63%
差額 (前-後)	12.45%	11.01%	18.66%	16.38%	-12.51%	-17.15%	-15.62%	-11.12%	1.62%	2.24%

參考圖 3-2-1 與圖 3-2-2，我們可以發現共同基金主要持股之投資組合可能具有擇時能力。在泡沫前組成的投資組合，在高點之前的多頭時期，績效表現皆在泡沫後組成之投資組合之上，可造成該段期間較好之報酬。泡沫後則是高點後投資組合表現較為突出，模擬投資組合相對抗跌。

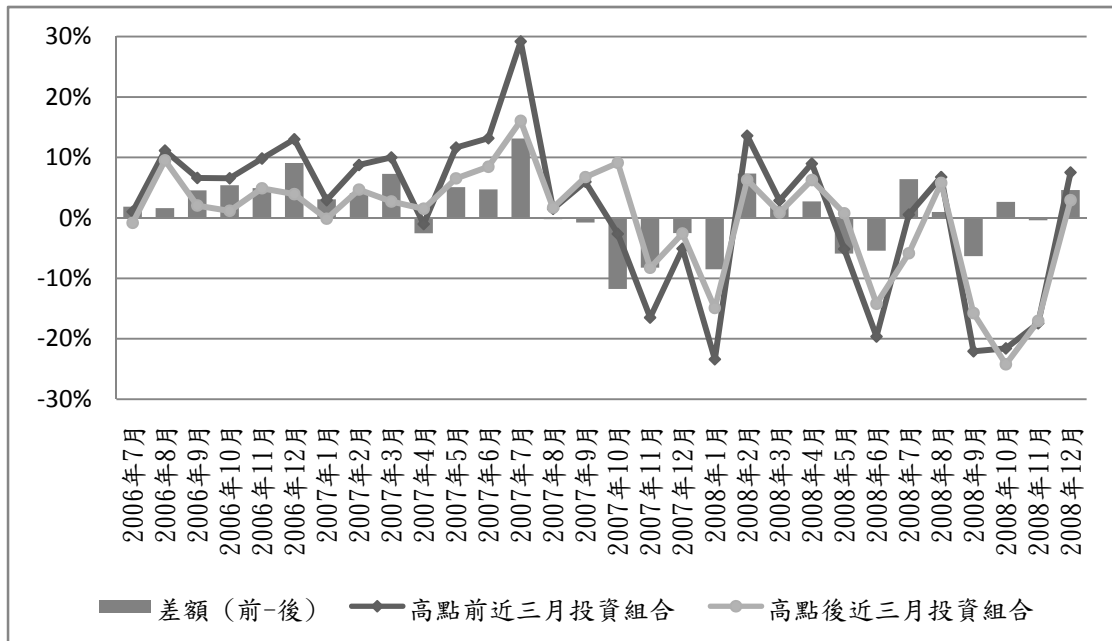


圖 3-2-1 高點前後「近三月」投資組合報酬

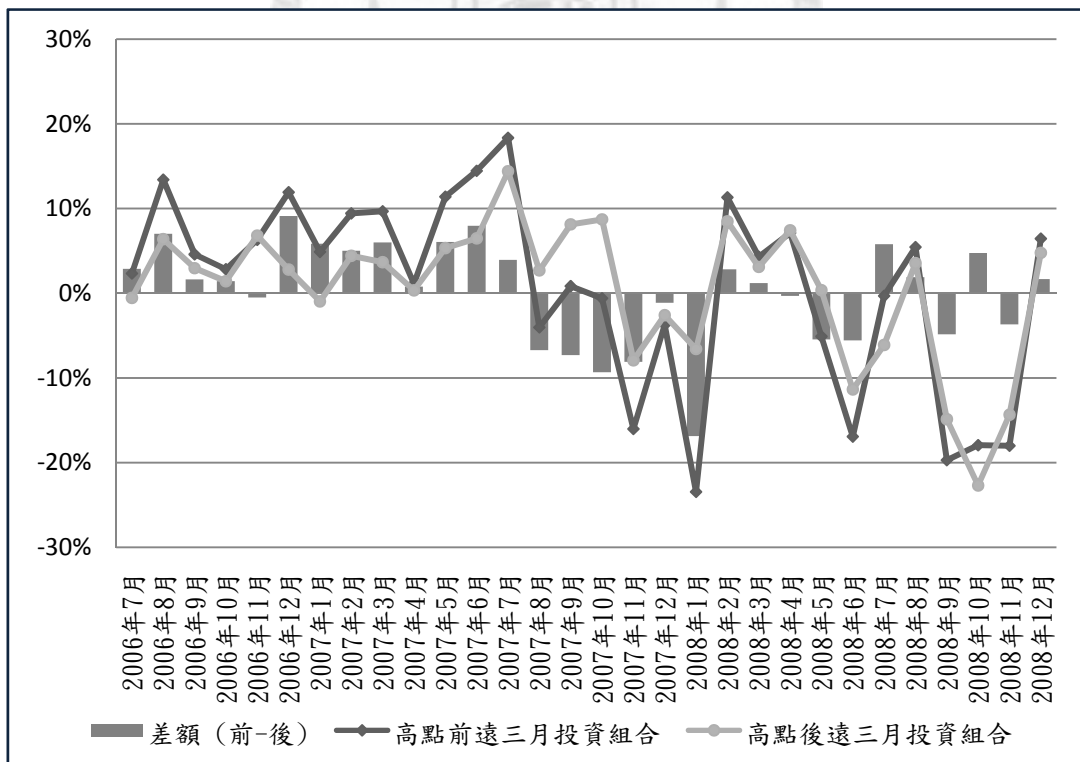


圖 3-2-2 高點前後「遠三月」投資組合報酬

第三節 檢定共同基金模擬投資組合選股與擇時能力

一、以前述 Chang 與 Lewellen (1984) 2-2-6 式之選股與擇時能力模型，判斷模擬投資組合是否具有選股與擇時能力，其式如下

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_{p1} \min\{0, R_{mt} - R_{ft}\} + \beta_{p2} \max\{0, R_{mt} - R_{ft}\} + \varepsilon_t \quad (2-2-6 \text{ 式})$$

R_{pt} ：投資組合報酬

R_{ft} ：無風險利率

R_{mt} ：市場報酬率

α_p ：截距項

β_{p1} ：空頭市場時模擬投資組合之系統風險

β_{p2} ：多頭市場時模擬投資組合之系統風險

ε_t ：殘差項

1. 首先檢定選股能力 α_p 是否為 0

$$\begin{cases} H_0 : \alpha_p = 0 \\ H_1 : \alpha_p \neq 0 \end{cases}$$

檢定結果 $t=1.83$ ， p 值 $0.08 > 0.05$ ，不拒絕 H_0 ，故 α_p 為 0，模擬投資組合無選股能力。

2. 將選股能力 α_p 設為 0 後，以該回歸式計算是否具有擇時能力

經計算後如表 3-3-1，在三個樣本期間內， β_{p2} 顯著大於 β_{p1} 。且隨著取樣時間縮短，去除 2006 年至 2007 年的盤整時間，可以發現解釋能力 R^2 越好。由此可以證明，共同基金所群聚的股票在面對大盤上漲時，會選擇系統風險 β 較大的股票，投資組合之 β 值接近 1.23；在面

對大盤下跌時，則會趨向選擇系統風險 β 較大之股票，投資組合 β 值趨近 0.8，這代表台灣股票型共同基金主要持股之模擬投資組合具有擇時能力。

隨著樣本數越靠近台股高點，解釋力 R^2 越高，代表在股市劇烈起伏時，擇時能力與系統風險能解釋主要持股投資組合報酬的能力好。

表 3-3-1 擇時能力檢定結果

	樣本數	β_{p2} (t 值)	β_{p1} (t 值)	$\beta_{p2}-\beta_{p1}$	F Value	R^2
2006.6~2008.12	31	1.23 (2.53*)	0.79 (5.15***)	0.43	30.54	0.68
2007.1~2008.12	24	1.24 (5.93***)	0.79 (5.85***)	0.45	34.77	0.76
2007.4~2008.12	21	1.23 (5.47***)	0.80 (5.70***)	0.43	31.28	0.77

* $p < .05$. *** $p < .001$

二、高點前後 β 改變，具擇時能力

本研究進一步以時間點做切割研究 β 值之變化，以探討擇時能力之影響，詳見表 3-3-2。以 2007 年 10 月做為分界點，高點前自 2006 年 6 月至 2007 年 9 月的 β 值為 1.1，而高點後自 2007 年 10 月至 2008 年 12 月， β 值為 0.88。由此可見主要持股投資組合在股市上升階段提高 β 值，在股市下降階段降低 β 值，具有擇時能力。

表 3-3-2 高點前後 β 值變化

	β	t 值
高點前	1.10	3.57**
高點後	0.88	9.64***

** $p < .01$. *** $p < .001$

根據上述實證結果，我們發現模擬投資組合具擇時能力，透過在多頭時期增加投資組合系統風險賺取更高報酬，在空頭時期降低系統風險減少損失，可以達到超額報酬。

同時考慮本節結論與前述結論，我們可以發現高本益比與低現金股利的股票，通常為高系統風險的科技股股票，而低本益比與高現金股利的股票，通常為低系統風險的傳統產業與成熟產業股票，因此我們可以發現經理人選股時透過衡量個股的本益比與現金股利，亦可同時達到調整系統風險的目的。

超額報酬可解釋為擇時與選股能力，但就持股觀察時難以區分，原因是擇時能力並非表現在降低基金持股比率，而是表現在股票選擇上，透過選擇低系統分險股票來降低整個投資組合的系統風險。本研究透過 Chang 與 Lewellen (1984)之選股與擇時能力模型試著再將兩者區分開來，認為擇時能力是此投資組合能在多空頭轉換時勝出的關鍵。

第五章 結論與建議

第一節 研究結論

本研究探討共同基金偏好持股的績效，發現這些持股不僅帶來超額報酬，且深入研究股票特性，這些股票確實是依照大盤走勢所選出來的適當股票，因此這些同時買進賣出的決策，研究者認為並不是單純的從眾效應，而是經理人反映市場資訊所做的選股判斷之表現。主要結論有以下三點。

一、高點前後選股策略改變

以 2007 年 10 月台股 9809 高點作為分界，我們發現在高點前經理人偏好高本益比與低現金股利率股票，在高點後相反，偏好低本益比股票與高現金股利率股票，主要發現如下：

- (一) 多頭時偏好高本益比股票，空頭時偏好低本益比股票。
- (二) 多頭時持股偏好市值高之大型股，空頭時偏好市值低之小型股。
- (三) 多頭時偏好高股價淨值比股票，空頭時偏好低股價淨值比之股票。
- (四) 多頭時偏好低現金股利率股票，空頭時偏好高現金股利率股票。

本研究認為多頭與空頭心態不同，多頭時投資人心態樂觀，願意投資具高成長與具想像空間的股票，空頭時趨於保守，開始注重股票基本價值，因此會有如上現象，而經理人會根據其對市場的預測，調整其投資組合。本研究之共同基金主要持股模擬投資組合，在此策略下每月可賺取 2.29% 超額報酬

二、高本益比與低現金股利率股票在多頭市場表現較佳，低本益比與高現金股利率股票在空頭市場表現較佳。

本研究挑選高點附近三個月的模擬投資組合組成高點前與高點後之投資組合，高點前後之投資組合在本益比與現金股利率具顯著差異，且高點前投資組合確實在多頭時期表現明顯比高點後投資組合要好，反之高點後投資組合在空頭時期表現較佳。本研究認為主要是前者風險較高，可在大盤上漲時表現超越大盤，後者則相對抗跌，可在大盤下跌時保護投資組合價值，本研究發現這樣的選股策略確實帶來超額報酬。

三、共同基金具擇時能力

本研究以 Chang 與 Lewellen (1984)之選股與擇時能力模型，發現確實具有擇時能力，經理人透過調整系統風險，在多頭時期調高系統風險，空頭時期降低系統風險，達到超額報酬之目的。

本研究創造之共同基金主要持股模擬投資組合，月超額報酬 2.29%，由於只選前 20 大主要持股，前月持股若低於前 20 大，持股比率立即降為 0，換股快速，只持有最具信心之股票，周轉率高達 331%，而實際上經理人可能仍保有這些股票，降低投資組合績效。Chen、Jegadeesh 與 Wermers (2000)認為新買入的股票未來績效表現較持有股票好，周轉率高之基金具選股能力¹，但是一般共同基金經理人可能基於費用或其他考量而繼續持有超過經理人可預測期間，這樣的策略可能會降低整體投資組合之超額報酬。

Wermers (1999)認為從眾買入之股票在未來一段期間具超額報酬，本研究應證此看法，但研究者認為用從眾效應不能完全解釋大家同時買入的現

¹ 該論文所指的選股能力為概括用詞，包含本研究所指的選股與擇時能力

象，而是該股票確實透露股價被低估的訊號被經理人發現，或是對大盤走勢的看法一致，因此偏好高本益比或高現金股利率的股票。

本研究認為共同基金主要持股並不是避開高估股票的理性投資者，而是利用多空頭轉換賺取超額報酬，與 Brunnermeier 與 Nagel (2004)研究避險基金在 2000 年科技泡沫持股所得出之結論一致，美國避險基金與台灣股票型基金皆設法利用股市泡沫 (ride on the bubble)而非避開泡沫，賺取泡沫與多空頭轉換帶給的利益，獲取更高的報酬。

單純以共同基金績效來看，平均而言，共同基金在費用後確實未能帶給投資人超額報酬，但是本研究追蹤前 20 大持股，卻發現有相當大的超額報酬，一部分可能是因為窗飾效應與公佈持股時間間隔造成的誤差，一部分也顯示大部分共同基金經理人可能具有擇時能力，但為了分散投資組合，或是繼續持有不具信心的持股，或持有超過其可預測期間，造成績效平庸化，再加上每年固定之管理費及交易成本，使績效不具超額報酬。

第二節 研究建議

共同基金主要持股在績效上具超額報酬，主因是其面對多空頭轉換時，迅速轉換持股至具有超額報酬之股票。在實務上本文有兩項建議。一、應視市場情況調整投資組合。投資人與基金經理人應於多頭或空頭市場情況確立時，參考適當的財務指標進行選股，以獲取超額報酬。二、基金經理人應集中持股。經理人心中對於股票已做排序，顯示在其投資比重當中。其對於排序在前的股票，應具有擇時能力，而分散持股的決策使整體投資組合擇時能力降低。

未來可繼續研究的部分，研究者認為選股策略以及投資組合配置等議題仍有待進一步探討。

一、選股策略方面

(一) 從證券經紀商之個股研究報告，可統計出主要持股與券商推薦股票之有關連，可進一步發現選股能力是來自經紀商之研究，或是基金經理人自己之判斷。

(二) 探討本益比、現金股利和系統風險在多空頭變化時對於選股的交互影響，本文僅就投資組合中的股票依照財務指標做分類，若將所有的股票皆以財務指標做分類研究其多頭與空頭時期的變化，可研究這樣的情形是否存在於所有的股票。

(三) 台灣排名與資金流量的關係可能不如在美國這般明顯，可探討台灣的基金經理人是否仍會為了績效排名而改變選股策略，包括前期排名在前則選股趨於保守，排名在後則冒險買進高風險股票。

二、其他議題

(一) 經理人建構投資組合，給予不同個股不同之權重，在判斷權重之依據標準為?如果主要持股是最具信心的，將較不具信心之股票放進投資組合是否有合理之原因。

(二) 共同基金所公布之主要持股具超額報酬，若一般散戶模仿基金所公佈之持股，買進基金經理人偏好之主要持股，是否可省下購買基金所需的費用，而仍賺取超額報酬。

(三) 窗飾效應以及資金流量效應可能對於本篇的結果造成扭曲，若能找出這兩項效應的影響數據，應可調整出更正確的超額報酬情形。

本篇所計算出的超額報酬，若同時考慮這兩項效應，可能會有高估的情形。



參考文獻

英文部分

- Chen, H. L., Jegadeesh, N., and Wermers R. (2000). The value of active mutual fund management: An examination of the stockholdings and trades of fund managers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35, 343-368.
- Chevalier, J., and Ellison G. (1997). Risk taking by mutual funds as a response to incentives. *Journal of Political Economy*, 105, 1167-1200.
- Elton, E. J., Gruber, M. J., and Blake, C. R. (2007). Monthly holdings data and the selection of superior mutual funds. *EFA 2007 Ljubljana Meetings Paper*.
- Eugene, F. F. (1972). Components of investment performance. *Journal of Finance*, 27, 551-567.
- Falkenstein, E. (1996). Preferences for stock characteristics as revealed by mutual fund portfolio holdings. *Journal of Finance*, 51, 111-135.
- Grinblatt, M., and Titman, S. (1989). Mutual fund performance: An analysis of quarterly portfolio holdings. *Journal of Business*, 62, 393-416.
- Grinblatt, M., and Titman, S. (1994). A study of monthly mutual fund returns and performance evaluation technique. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29, 419-444.
- Grinblatt, M., Titman, S., and Wermers, R. (1995). Momentum investment strategies, portfolio performance, and herding: A study of mutual fund behavior. *American*

Economic Review, 85, 1088-1105.

Henriksson, R. D. (1984). Market Timing and Mutual Fund Performance: An Empirical Investigation. *Journal of Business*, 57, 73-96.

Henriksson, R. D., and Merton, R. C. (1981). On market timing and investment performance. II. statistical procedures for evaluating forecasting skills. *Journal of Business*, 54, 513-533.

Jensen, M. C. (1968). The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964. *The Journal of Finance*, 23, 389-416.

Lakonishok, J., Shleifer, A., Thaler, R., and Vishny, R. (1991). Window dressing by pension fund manager. *American Economic Review*, 81, 227-231.

Louis, K., Chan, C., Jegadeesh, N., and Lakonishok, J. (1996). Momentum Strategies. *Journal of Finance*, 51, 1681-1713.

Lu, Z. (1999). Is money smart? A study of mutual fund investors' fund selection ability. *Journal of Finance*, 54, 901-933.

Merton, R. C. (1981). On market timing and investment performance. I.. An equilibrium theory of value for market forecasts. *Journal of Business*, 54, 363-406.

Musto, D. K. (1999). Investment decisions depend on portfolio disclosures. *Journal of Finance*, 54, 935-952.

Sharpe, W. F. (1966). Mutual fund performance. *Journal of Business*, 39, 119-138.

Treynor, J. L., and Mazuy, K. K. (1966). Can mutual fund outguess the market. *Harvard Business Review*, 14, 131-136.

Wermers, R. (1999). Mutual fund herding and the impact on stock prices. *Journal of The Finance*, 54, 581-622.

Chang, E. C., and Lewellen, W.G. (1984). Market timing and mutual fund investment performance. *Journal of Business*, 57, 57-72.

中文部分

黃玉娟、林美齡、李建慧 (2006)。海外基金動能策略之實證研究。2006 創新、整合與應用研討會，730-744。

徐清俊、陳欣怡 (2004)。基金經理人擇時能力與選股能力—評估國內股票型基金績效。大葉學報 13(2)，49-59。

周賓鳳、邱湘靈 (1996)。美國亞太地區國際型共同基金績效之評估。證券市場發展季刊，30，117-143。

呂素蓮、李世英、陳穎峰、黃義俊 (1996)。共同基金經理人從眾行為之探討—以台灣股票型基金為例。2006 創新、整合與應用研討會，785-794。

葉欣怡 (2005)。共同基金經理人特質與持股特性之研究。國立中正大學財務金融研究所碩士論文（未出版）。

姚雅玢 (1999)。GARCH 效果下基金市場經理人擇時能力研究。產業金融季刊，105，1-40。

楊朝成、廖咸興 (1998)。台灣封閉型基金擇時能力之研究—持股比率分析。台大管理論叢，9(1)，87-111。

魏天元 (2002)。考量總體資訊因素之基金擇時能力與基金特性之關係。國立中山大學企業管理研究所碩士論文 (未出版)。

