

# 經濟日報與工商時報第一名分析師之投資組合績效分析

## The Investment Performance of All-star Analysts Recommendations- the Case of the Economic Daily News and the Commercial Times Daily

賴藝文(Yih-Wenn Laih)<sup>\*</sup>  
嶺東科技大學財務金融系助理教授

許瑞芳(Jui Fang Hsu)、宋曉琪(Siao Chi Song)  
嶺東科技大學財務金融系

### 摘要

本研究以經濟日報與工商時報每週日所公布上週投資績效第一名分析師所推薦的投資組合為研究對象，使用單純投資策略進行選擇進場與出場時點的擇時方式，探討兩報分析師投組的投資績效是否可以勝過市場大盤，研究期間為 2010 年 9 月 6 日至 2011 年 11 月 4 日，共 60 週。本研究發現：(1)報紙公開資訊具有價值，而工商時報的第一名分析師所推薦的投資組合在多頭市場時具有較佳的報酬損益，經濟日報投資組合則在空頭市場時具有較佳的報酬損益；(2)利用單純投資策略下投資組合之績效評估，並扣除手續費與證交稅後之報酬，全期間部分，經濟日報與工商時報兩投資組合皆無法勝過市場大盤；(3)考慮多空頭市場狀況後，在多頭市場時，跟隨工商時報第一名分析師推薦之投資組合會有較高的異常報酬，而在空頭市場時，跟隨經濟日報第一名分析師推薦投資組合則有較少的損失。

**關鍵詞：**股票推薦、資訊內涵、效率市場、異常報酬

---

\* 通訊作者：rubylai@teamail.ltu.edu.tw

## Abstract

We study the investment performance of all-star analyst recommendations provided by the Economic Daily News and the Commercial Times Daily. We use the naive strategies to examine the investment performance. We find that the information provided by the two news is value-related information under market conditions. In a bull market, the investment performance of the Commercial Times Daily is better than Economic Daily News. While in the bear market the investment performance of the Economic Daily News is better than Commercial Times Daily.

**Key words:** Stock Recommendations, Information Contents, Efficient Market, Abnormal Return.

## 壹、緒論

證券分析師在證券市場中扮演著重要的角色，其將收集之個股股票相關資訊進行解讀，並將資訊傳遞給市場中的投資人進行投資決策時的參考依據。因此，透過傳遞資訊，證券分析師可以增進市場效率。同時，許多證券市場上的投資買賣皆是來自於分析師推薦，分析師推薦重要性不容忽視。長久以來，分析師推薦資訊是否具有價值，無論在學術及實務上均受到相當的關注。根據 Hovakimian and Saenysiri (2010)研究發現全球會計制度改變與美國 Regulation FD 法案的通過皆有效降低分析師預測盈餘的偏誤；然而，Easterwood and Nutt (1999)指出分析師對於好消息過度樂觀但對於壞消息過度悲觀；此外，近來的研究則指出，分析師可能會因利益衝突或投資之需要，而影響到推薦股票的客觀性(Barber et al., 2007)。

目前台灣銀行所公布一年期活儲存利率為 0.33%，而代表國內物價水準的消費者物價指數 CPI 今年 2 月較去年下跌 1.33%<sup>1</sup>，由費雪方程式所計算出的實質利率水準已接近 0，面對國外原物料價格不斷上漲的趨勢，如何進行投資以對抗日益高漲的物價水準，實屬刻不容緩的事。根據台灣證券交易所 100 年 1 月的證券市場統計概要，國內股票市場投資人累積開戶數為 15,703,041；由交易人類別比重分析，本國自然人占 66.9%，本國法人 15.9%，外國法人 17.2%。資料顯示國內證券市場交易活絡，而大部分仍是以散戶投資人居多，散戶的資訊收集與分析的能力皆不如專業分析師與法人機構，再加上目前國內上市家數 759 家，上櫃家數 571 家，如何在眾多上市上櫃公司中選取適合投資標的進行投資，對市井小民而言實在是一件困難的事。

在證券市場中，專家推薦資訊是一種常見的資訊來源，重要性不容忽視。長

<sup>1</sup> 根據行政院主計處的公告 2011 年全年 CPI 指數為 106.98（以 2006 年為基期）。

久以來，專家推薦資訊是否具有價值，無論在學術及實務上均受到相當的關注。在各種推薦資訊中，報紙推薦資訊是最被普遍閱讀，對大眾影響較深之資訊來源。因此本研究擬利用一般散戶投資人垂手可得的報紙資訊-分析師投資組合推薦作為投資標的的選取依據，並評估該投資組合在下期之報酬損益，以期能做為散戶投資人進行投資組合管理時的參考依據。

2008 年初，經濟日報為了鼓勵國人建立中長期投資觀念，舉辦了「台股擂台虛擬競賽專欄」，由 4 位專業的證券分析師期初以 500 萬虛擬資金進行投資，投資標的為上市與上櫃公司，可保留現金，競賽規則如下：單一個股不得逾總資產 15%，不得低於 5%；下週買進個股可以為漲停個股，但若當週最後一個交易日漲停委買張數超過當日的成交張數，不得為新一週的投資組合；每週最後一個成交日成交量 1,500 張以下，不得為新一週投資組合；每週統計績效，每三個月一期，單季績效較佳者為新一季擂臺主。

而工商時報亦於 2009 年 9 月開始舉辦「台股逐洞賽」，邀請 4 位證券分析師，就其研究分析提供資訊，做為投資人進行穩定且較長期投資時的選擇參考，為使投資行為更增添樂趣，擬採取高爾夫球逐洞賽的方式進行。競賽規則如下：虛擬金額 1,000 萬元；選股限制 5-8 檔，並註明買進張數和原因；以當週五收盤價為買進價格，下週五收盤價為賣出價格，計算個股收益以及單週操作績效，第 2 週起並且公布累計績效；基於遊戲公平，對於週五當日開盤及漲停單一價鎖住到收市的個股，以及週五盤中攻上漲停而且收盤漲停委賣量超過當日成交量的個股，都不能列入選股標的；每週成交量不足 2,500 張個股（日均量 500 張以內），也不能列入選股標的，現金最多保留 3 成；每週日評比，餘額最高者為當週贏家，下週全部歸零，重新評比；12 洞結束後，將頒發 2 類獎項，一為獲得週冠軍次數最多者為逐洞賽冠軍，二為累計 12 週的平均獲利率最高者為逐洞賽特別獎，二者將繼續參加下一循環賽。

由於兩報皆會於每週日公布上週投資組合報酬率最高之第一名分析師，並列出該分析師所推薦本週投資組合，一般散戶投資人可即時知曉推薦投資組合以便其進行本週投資時的擇股參考。本研究擬利用經濟日報與工商時報每週日公布第一名分析師所推薦本週投資組合作為當週投資組合建立的基礎，並分別探討下面議題：

- (一) 報紙公開資訊是否具備價值：經濟日報與工商時報的第一名分析師何者所推薦的投資組合具有較佳的報酬損益？
- (二) 利用單純投資策略下投資組合之績效評估，並分別比較兩報推薦的投資組合在考慮手續費與證交稅後之報酬、經風險調整後之異常報酬與同期間市場大盤報酬相比的投資績效優劣。以了解是否第一名分析師所推薦投資組合可以持續擊敗市場大盤？是否可讓依該報而作投資決策的散戶投資人獲利？
- (三) 在完全效率市場中，分析師推薦並無法改變股票價格，因為股票價格已經反應所有分析師所擁有的資訊。台灣股票市場屬於何種效率市場？利用公開資訊的基本分析，投資人是否可以獲取超額利潤？
- (四) 多空頭市場下，兩報第一名分析師所推薦的投資組合報酬績效的差異性分析。

本研究使用報紙公開資訊，分別以經濟日報每週的「台股擂台賽」及工商時報的「台股逐洞賽」第一名證券分析師所推薦投資組合作為擇股依據，進行當週投資組合建構，研究期間為2010年9月6日至2011年11月4日，以週資料進行分析。研究結果發現，報紙公開資訊具有價值，在上市空頭市場期間，僅有經濟日報投資組合在考慮手續費與證交稅後之報酬勝過市場大盤，在上櫃多頭市場期間，僅有工商時報的投資組合經風險調整後之異常報酬分析具顯著優勢績效；多頭市場期間，工商時報投資組合較具有攻擊性，散戶投資人可以考慮跟隨工商時報第一名分析師推薦之投資組合會有較高的異常報酬，而在空頭市場期間，經濟日報投資組合較具有防禦性，跟隨經濟日報第一名分析師推薦投資組合則有較少的損失，故台灣股票市場不符合半強式效率市場的程度。

本研究共計有五個單元，除了本單元說明研究動機、研究目的與研究意義之外，第貳單元為文獻回顧與探討。第參單元為研究方法，介紹利用單純投資策略建構投資組合、投資組合報酬損益計算與不同市場狀況定義。第肆單元為實證分析與分析結果說明，本單元中將可發現兩報第一名分析師推薦的投資組合績效何者較佳？是否可讓看該報的散戶投資人獲利？最後第伍單元為全文的結論。

## 貳、文獻回顧與探討

證券分析師在資本市場中扮演整合資訊的角色，提供個股相關專業投資資訊給投資人，雖然部分雜誌、媒體與學術研究<sup>2</sup>指出分析師有時會為了巴結其所屬投資銀行客戶，而發布對該客戶正面的投資推薦，忽略讀其研究報告投資人的利益。但多數相關國外文獻皆指出，即使分析師推薦個股存在偏誤，但其推薦確實存在資訊內涵（Information Contents）。

Bjerring *et al.* (1983)、Womack (1996)、Kim *et al.* (1997)與Barber *et al.* (2001)皆認為分析師推薦股票對投資者有一定的價值，投資者可獲得正的異常報酬。Barber *et al.* (2001)以1986年到1996年Zacks資料庫中分析師推薦的資料，依分析師對每家公司的推薦指標(Consensus Ratings)，利用資本資產定價模式 (*Capital Asset Pricing Model, CAPM*)、Fama and French (1993)三因子和四因子 (加上動能效果)，檢視個別資產組合異常報酬的差異程度，實證結果顯示若不考慮交易成本，在半強式效率市場假說下，投資人可利用分析師推薦資訊獲得異常報酬；若考慮交易成本，則投資人根據分析師推薦訊息產生投資組合的淨報酬率不顯著異於零。Barber *et al.* (2003)利用同樣的方法，在不考慮交易成本下，採First Call的資料庫並將研究期間延長自1986年到2001年止，為與先前研究結果 (Barber *et al.*, 2001)比較，將研究期間區分成兩個子期間，分別為1986年至1996年與1996年至2001年，實證結果發現1986年到1996年的結果與Zacks資料庫的結果一致，分析師推薦評等較高股票之平均報酬相對較高；若考量因不斷調整投資組合所伴隨的

<sup>2</sup>請參考 Barberr *et al.* (2003) 與 Jegadeesh *et al.* (2004)。

高交易成本，異常報酬將不顯著異於零；若將1986年到2001年的資料一起檢視可發現，分析師推薦評等最高的股票，市場調整報酬仍最高，此結果可反應分析師的推薦價值。

Greene and Smart (1999) 指出由專業分析師所推薦的股票資訊，確實會使交易量顯著提升，並認為分析師的推薦資訊會增加股票的週轉率並減少買賣之間的價差；Barber *et al.* (2001)、Jegadeesh *et al.* (2004)、Boni and Womack (2006)與Green (2006)研究發現越多分析師推薦的個股其投資績效顯著優於越少分析師推薦個股。

Stickel (1985)研究評等變動之資訊內涵，實證結果顯示評等上升呈現正的累積異常報酬，反之評等下降則產生負的累積異常報酬，且評等上升之股價影響較評等下降大；並指出分析師聲望會影響股票盈餘預測的正確性，進而影響股票報酬表現。Womack (1996)利用1989年到1991年First Call資料庫每天收集分析師推薦的即時資料，探討當分析師推薦股票產生改變時，此推薦的資訊是否會有異常報酬，研究結果指出分析師推薦的改變對事件期三日內股票報酬的影響顯著異於零，且對新加入買進建議股票之第一個月的異常報酬非常顯著，而對新加入賣出建議的股票產生有持續六個月的異常報酬，並注意到券商傾向推薦規模較大且有較多分析師注意的股票，薦買與薦賣的股票比率為7:1，可能因薦賣成本較大且風險較大有關。Li (2005)研究賣方分析師推薦股票相對績效持續性，結果發現在估計期間投資績效前1/2之分析師其所推薦個股報酬績效顯著優於後1/2之分析師所推薦個股。Jegadeesh and Kim (2006)評估G7國家分析師推薦的價值，其結果發現除了義大利股票市場外，分析師股票價格修正的報導對相關個股價格影響最大；Huang *et al.* (2009)研究同時考慮分析師修正股票推薦與目標股價建議的投資策略是否可以獲利，結果發現考慮兩者的投資策略報酬績效顯著優於僅考慮單項推薦，其研究結果暗示投資人可以經由考慮不同股票間的相對推薦程度與留意分析師修正推薦報告中獲得利益。

國內相關研究部分，分析師推薦個股的效果，根據其使用的研究方法與樣本分類所得到的結論並不一致。專欄所推薦股票在事件日前股價有顯著異常報酬，而推薦資訊公開後，投資人只能在事件日當日獲得異常報酬，其後異常報酬即迅速消失，故可推論台灣股市符合半強式效率市場（蕭秋芸，1997；馬若荃，1997；王慧雯，1998；藍華真，1998；劉貞芸，2004；蔡思怡，2006；陳信奇，2007；簡淑加，2007；曾鵬宇，2010）。若考慮市場情況、產業特性與公司規模等因素後則對事件日推薦效果有顯著差異：在多頭與盤整市場，仍可獲得正的異常報酬（盧美君，1999），各類股中金融保險類股的反應最為明顯（曾鵬宇，2010），公司規模越小，異常報酬越高（盧美君，1999；劉士豪，2001；曾鵬宇，2010）。此外，吳宜鴻（2007）以外資券商分析師推薦個股升降內容發現，於事件期內對股價造成顯著影響，調升的宣告產生正異常報酬，調降的宣告則會產生負異常報酬；然而長期而言僅調降之宣告具資訊價值，調升宣告並不具參考效益。

陳一如與蘇法（2004）採用聯合晚報所提供之國內知名券商、分析師曾經推薦個股的次數，以非線性三階段最小平方法實證分析師推薦次數、經理人持股與公司價值三者間之關係，結果發現分析師推薦次數與公司價值成相互影響線性遞增的函數關係，但經理人持股與公司價值間存有非線性遞增函數的關係，而且分析師推薦次數與經理人持股率在某一程度上，具有相互替代的關聯性，故其認為分

析師所扮演的外部監督角色與專業經理人的內部監督機制，均能有效提升電子公司之公司價值。黃旭輝與許蕙婷（2004）依據分析師每週推薦的股票建立與調整投資組合，即使扣除交易成本之後，發現此一投資組合享有顯著的異常報酬；其次，愈多分析師推薦的股票愈具有投資的價值；最後，資訊不對稱愈大、前期報酬愈高、週轉率愈低以及規模較小的公司，其分析師的推薦績效愈好。

## 參、研究方法

本研究分別以經濟日報與工商時報每週日公布上週投資績效第一名分析師所推薦的投資組合作為當週投資標的選擇基礎，利用單純策略進行投資組合中個股進場與出場時點的選擇標準，用以建構本研究所欲探討的投資組合。其次，比較兩報所推薦投資組合在考慮實際交易成本與稅賦後的報酬損益、經風險調整後的報酬損益以進行後續投資績效分析。研究期間為2010年9月6日至2011年11月4日，共60週，以週資料進行投資組合績效分析。研究資料來源為台灣經濟新報（Taiwan Economics Journal, TEJ）上市上櫃資料庫，資料內容為上市上櫃公司除權息調整後之每週開收盤價、每週加權股價指數報酬率與上櫃加權股價指數報酬率與台灣銀行一年定存利率。

### 一、利用單純投資策略建構投資組合

即投資人觀察兩報競賽專欄後，分別根據兩報於每週日所公布上週競賽第一名分析師推薦進行當週投資組合建構。在星期一開盤即買進該推薦投資組合，並在星期五賣出該投資組合的策略是否可以擊敗同期市場大盤？該策略是否可以獲取異常報酬？

### 二、投資組合報酬損益計算

分別考慮調整手續費與交易稅後的原始報酬與經風險調整後的報酬兩種投資報酬績效。計算方式說明如下：

#### (一)、調整手續費與交易稅後的報酬：

針對經濟日報與工商時報每週日公布上週第一名分析師所推薦的投資組合，分別利用單純策略進行擇時後所建構的投資組合，計算其在當週扣除手續費與交易稅後的週報酬，計算方式如下：

$$r_{i,t} = \ln(P_{i,t} / P_{i,t-1}) \times 100\% - 0.585\%$$

其中  $r_{i,t}$  為投資組合  $i$  於  $t$  期之週報酬率， $P_{i,t}$  為賣出該投資組合的價格， $P_{i,t-1}$  為買入該投資組合的價格，0.585%為買賣手續費與賣出證券交易稅。

#### (二)、經風險調整後的報酬：

為控制風險的影響，本研究使用資本資產定價模式（CAPM）與 Fama and French (1993)三因子模型，針對所形成之投資組合報酬率進行風險調整，再以調整風險後的報酬率進行分析與比較。

1. CAPM 單因子模型如下所示：

$$(r_{i,t} - r_{f,t}) = \alpha_{i,t} + \beta_{i,t}(r_{m,t} - r_{f,t})$$

上式中， $r_{i,t}$  為投資組合  $i$  於  $t$  期之週報酬率； $r_{f,t}$  為  $t$  期之無風險利率，以台灣銀行一年定存利率為指標； $r_{m,t}$  為  $t$  期之台灣加權股價指數（或上櫃加權股價指數）週報酬； $\beta_i$  係數為系統風險指標。

2. 投資組合週報酬率之 Fama and French (1993)三因子模型如下所示：

$$(r_{i,t} - r_{f,t}) = \alpha_{i,t} + \beta_{i,t}(r_{m,t} - r_{f,t}) + s_{i,t}SMB_t + h_{i,t}HML_t + e_{i,t}$$

其中  $SMB_t$  為 Fama and French 規模因子； $HML_t$  為 Fama and French 淨值市價比因子。

為取得 Fama and French(1993)三因子模型中的  $SMB_t$ ，依個股於  $t$  期的總市值做排序，市值為前 30% 的為大規模投資組合，市值為最後 30% 的為小規模投資組合， $SMB$  即為小規模投資組合與大規模投資組合之等值加權平均報酬率之差。計算方式如下：

$$SMB_t = \frac{\sum_{S_i=1}^{S_n} r_{S_i,t}}{S_n} - \frac{\sum_{B_i=1}^{B_n} r_{B_i,t}}{B_n}$$

其中， $r_{S_i,t}$  為小規模投資組合中的股票  $S_i$  於  $t$  期之週報酬； $r_{B_i,t}$  為大規模投資組合中的股票  $B_i$  於  $t$  期之週報酬； $S_n$  為小規模投資組合包含之個股數； $B_n$  為大規模投資組合包含之個股數。

在  $HML_t$  部份，依個股於  $t$  期的淨值市價比 (BM ratio) 做排序，淨值市價比為前 30% 的為高淨值市價比投資組合，最後 30% 的為低淨值市價比投資組合， $HML$  即為高淨值市價比投資組合與低淨值市價比投資組合之等值加權平均報酬率之差。計算方式如下：

$$HML_t = \frac{\sum_{H_i=1}^{H_n} r_{H_i,t}}{H_n} - \frac{\sum_{L_i=1}^{L_n} r_{L_i,t}}{L_n}$$

其中， $r_{H_i,t}$  為高淨值市價比投資組合中的股票  $H_i$  於  $t$  期之週報酬； $r_{L_i,t}$  為低淨值市價比投資組合中的股票  $L_i$  於  $t$  期之週報酬； $H_n$  為高淨值市價比投資組合包含之個股數； $L_n$  為低淨值市價比投資組合包含之個股數。

依據前期所有上市上櫃公司資料，得出 Fama and French 三因子迴歸方程式參數  $\hat{\alpha}_{i,t}, \hat{\beta}_{i,t}, \hat{s}_{i,t}, \hat{h}_{i,t}$ ，代入當期所估計出的  $SMB_t$  與  $HML_t$  即可得出各投資組合調整風險後之週報酬  $\hat{r}_{i,t}$ ，迴歸方程式如下所示：

$$(\hat{r}_{i,t} - r_{f,t}) = \hat{\alpha}_{i,t} + \hat{\beta}_{i,t}(r_{m,t} - r_{f,t}) + \hat{s}_{i,t}SMB_t + \hat{h}_{i,t}HML_t$$

### 三、不同市場狀況定義

考量投資組合績效在不同市場狀況下會有所差異，參照 Kim and Ismail (1998) 所使用的方法加以修正，以該投資組合形成當週市場大盤週報酬的正負來界定多頭或空頭市場，若投資組合計算當週，台灣加權股價報酬大於零，則將當週所計算的投資組合視為上市多頭市場的投資組合，反之則視為上市空頭市場投資組合。若投資組合計算當週，上櫃股價報酬大於 0，則當週所計算的投資組合視為上櫃多頭市場的投資組合，反之，則視為上櫃空頭市場投資組合。接者以無母數方式檢定不同市場狀況下兩報第一名分析師推薦投資組合報酬績效是否存在顯著差異。

## 肆、實證結果分析

### 一、資料說明

本研究為探討報紙推薦資訊可否作為一般投資大眾參考之依據，以經濟日報每週的「台股擂台賽」及工商時報的「台股逐洞賽」第一名證券分析師所推薦投資組合作為擇股依據。利用單純策略進行投資組合中個股進場與出場時點的選擇標準，研究該策略是否可獲取異常報酬。其次，比較兩報所推薦投資組合在考慮實際交易成本與稅賦後的報酬損益、經風險調整後的報酬損益以進行後續投資績效分析。為達成實證研究目的，自台灣經濟新報(TEJ)上市上櫃資料庫取得 2010 年 9 月 6 日至 2011 年 11 月 4 日每週一及週五共 60 週之上市與上櫃公司、上市大盤加權股價指數、上櫃 OTC 加權股價指數經除權息調整後之每週開盤價與收盤價，以週資料進行投資組合績效分析。在調整市場風險因子部分，利用 TEJ 市場面多因子模組取得上市上櫃研究期間週資料之市場風險溢酬、規模溢酬與淨值溢酬等相關資料。

首先利用Excel試算表計算投資組合報酬計算方式為連續時間複利週報酬。本文採用標的股價週資料，將當週之星期一開盤價與星期五收盤價進行自然對數轉換，並計算個別標的之報酬率、大盤與OTC之報酬率：

$$r_{i,t} = \ln(P_{i,t} / P_{i,t-1}) \times 100\%$$

接著利用兩報分析師所推薦個股資金配適權重進行投資組合報酬計算，在現金部位的報酬率設為 0<sup>3</sup>，並採用統計軟體 SPSS 進行後續資料分析。針對兩報第一名分析師推薦股票所形成之投資組合進行統計分析，了解分析師是否擁有較優之選股能力，以及預測市場變化而調整投資策略之擇時能力，以做為散戶投資人進行投資組合管理時的參考依據。

圖 4-1 為研究期間經濟日報、工商時報投資組合平均資本配置比例，由圖中

<sup>3</sup> 在第 6 節部分本專題進行穩定性檢定，將現金部位利用無風險利率，考慮資金機會成本後再行進行投資組合績效分析。

可知工商時報上市與上櫃資金比例較經濟日報高，經濟日報現金部位比例 34%，較工商時報高。

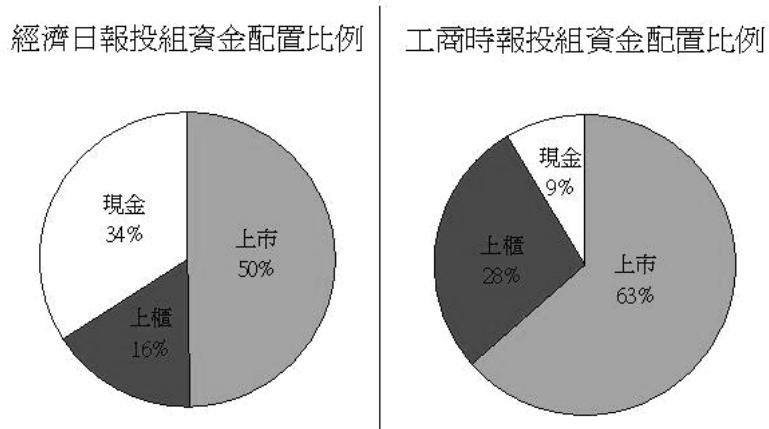


圖 4-1 經濟日報、工商時報投資組合平均資金配置比例

## 二、敘述統計分析

圖 4-2 為經濟日報、工商時報投資組合與同期市場大盤報酬變動圖，由圖中可發現經濟日報投資組合報酬變動與大盤報酬走勢較相近，工商時報投資組合報酬在大盤上漲時，上漲幅度較大盤多，在大盤下跌時，下跌幅度較深，顯示工商時報投資組合報酬波動起伏較大。此外，上櫃報酬波動的程度也勝過市場大盤報酬的波動。

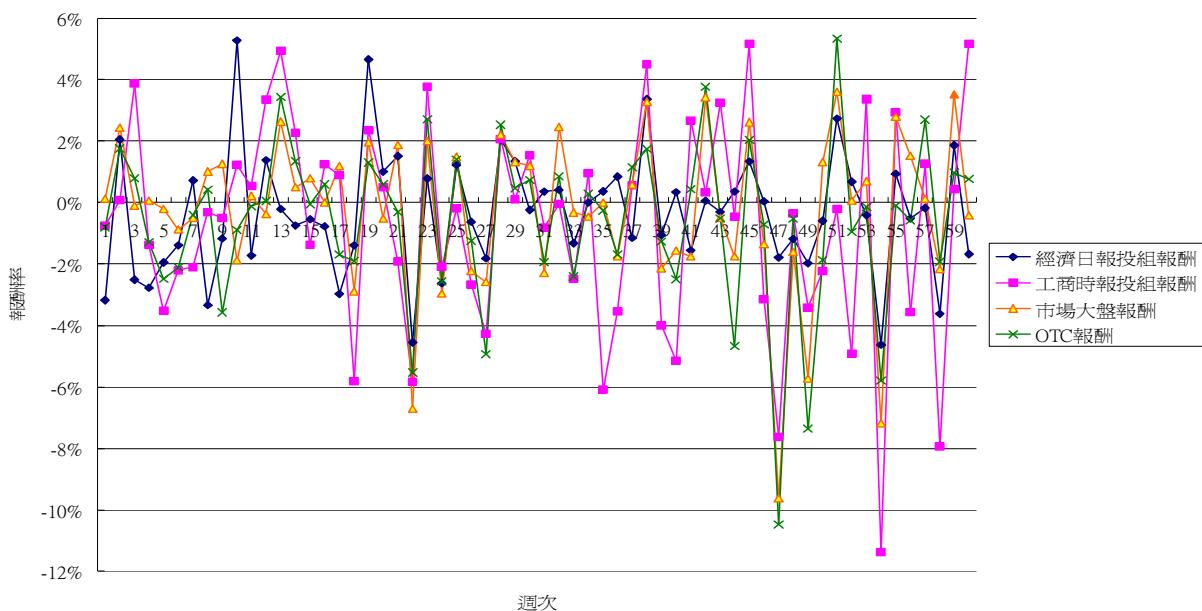


圖 4-2 經濟日報投資組合、工商時報投資組合與同期間市場大盤報酬變動圖

經濟日報與工商時報投資組合報酬與上市上櫃報酬敘述統計分析詳如表 4-1 所示。其中 Panel A 為全期間，Panel B 為上市多頭，Panel C 為上市空頭，Panel D 為上櫃多頭，Panel E 為上櫃空頭。敘述統計量包括平均數、中位數、標準差、偏態及峰態。由 Panel A 可發現全期間調整手續費與證交稅後報酬率平均數部分

經濟日報為-0.93%，優於工商時報為-1.30%；但在中位數部分經濟日報為-0.95%，劣於工商時報為-0.84%；經濟日報與工商時報兩投資組合不論在平均數或是中位數部分皆遜於同期間上市與上櫃報酬，顯示兩報投資組合績效皆無法勝過市場大盤。就全期間標準差看來，工商時報不論有無調整手續費與證交稅，標準差皆高於經濟日報及同期上市上櫃標準差，由此可知，工商時報報酬波動程度最大。就偏態係數觀察而言，僅經濟日報的投資組合為不顯著右偏態，工商時報與同期上市上櫃則為顯著的左偏態，顯示研究期間市場大盤存在極端負報酬。峰態係數部分，兩報投資組合皆呈現不顯著低闊峰現象，同期上市櫃報酬則為顯著的常態峰現象。

接著，我們進行多空頭市場分析，根據 Panel B 結果顯示，在上市多頭市場時，也就是當上市大盤報酬大於 0 的期間，不論是經濟日報或是工商時報，不論是原始報酬或是調整手續費與證交稅後的投資組合報酬，兩報皆劣於同期上市櫃報酬；以不考慮手續費與證交稅的原始報酬分析，平均數部分排序為上市 1.56%>上櫃 0.77%>工商 0.68%>經濟 0.14%，中位數部分排序為上市 1.33%>上櫃 0.73%>工商 0.45%>經濟-0.18%。根據 Panel C 結果顯示，在上市空頭市場時，也就是當上市大盤報酬小於 0 的期間，不論是平均數與中位數分析經濟日報投資組合報酬績效明顯優於工商時報與同期上市櫃報酬；以不考慮手續費與證交稅的原始報酬分析，平均數（中位數）部分排序為經濟-0.87%(-1.18)>上櫃-2.11%(-1.69)>上市-2.15%(-1.7)>工商-2.2%(-2.48)，顯示在上市空頭市場時，經濟日報投組較具防禦性。根據 Panel D 結果顯示，在上櫃多頭市場時，也就是當上櫃大盤報酬大於 0 的期間，不論是平均數與中位數分析工商時報投資組合報酬績效明顯優於經濟日報；以不考慮手續費與證交稅的原始報酬分析，平均數部分排序為工商 1.86%>上櫃 1.53%>上市 1.31% >經濟 0.47%，中位數部分排序為上市 1.32%>工商 1.27%>上櫃 1.15%>經濟 0.42%。根據 Panel E 結果顯示，在上櫃空頭市場部分，經濟日報投資組合報酬績效明顯優於工商時報；以不考慮手續費與證交稅的原始報酬分析，平均數部分排序為經濟-0.93%>上市-1.34% >上櫃-2.16%>工商-2.55%，中位數部分排序為上市-0.88%>經濟-1.05%>上櫃-1.69%>工商-2.23%。綜上分析，工商時報投資組合在多頭市場時表現優於經濟日報投資組合，而在空頭市場時劣於經濟日報投資組合，故在多頭市場時可以考慮佈局較具攻擊性的工商時報投資組合，但在空頭市場時則要換成較具防禦型的經濟日報投資組合。

表 4-1 第一名分析師推薦投資組合報酬之敘述統計量表

	原始報酬		調整手續費與證交稅後報酬		同期上市報酬	同期上櫃報酬
	經濟日報	工商時報	經濟日報	工商時報		
<b>Panel A 全期間 (60 週)</b>						
平均數	-0.350%	-0.720%	-0.930%	-1.300%	-0.230%	-0.620%
中位數	-0.360%	-0.260%	-0.950%	-0.840%	0.030%	-0.290%
標準差	1.970%	3.470%	1.970%	3.470%	2.590%	2.660%
偏態	0.320	-0.577**	0.320	-0.577**	-1.318***	-1.082***
峰態	0.725	0.437	0.725	0.437	2.746***	2.772***
<b>Panel B 上市多頭 (31 週)</b>						
平均數	0.140%	0.680%	-0.440%	0.090%	1.560%	0.770%
中位數	-0.180%	0.450%	-0.760%	-0.140%	1.330%	0.730%
標準差	1.890%	2.340%	1.890%	2.340%	1.120%	1.820%
偏態	0.116	-0.061	0.116	-0.061	0.297	0.147
峰態	0.095	0.232	0.095	0.232	-0.994	0.629
<b>Panel C 上市空頭 (29 週)</b>						
平均數	-0.870%	-2.200%	-1.460%	-2.790%	-2.150%	-2.110%
中位數	-1.180%	-2.480%	-1.760%	-3.070%	-1.700%	-1.690%
標準差	1.950%	3.890%	1.950%	3.890%	2.340%	2.640%
偏態	0.664*	-0.092	0.664*	-0.092	-1.874***	-1.511***
峰態	2.579***	-0.104	2.579***	-0.104	3.306***	2.480***

表 4-1 第一名分析師推薦投資組合報酬之敘述統計量表(續)

	原始報酬		調整手續費與證交稅後報酬		同期上市報酬	同期上櫃報酬
	經濟日報	工商時報	經濟日報	工商時報		
<b>Panel D 上櫃多頭 (25 週)</b>						
平均數	0.470%	1.860%	-0.110%	1.270%	1.310%	1.530%
中位數	0.420%	1.270%	-0.170%	0.680%	1.320%	1.150%
標準差	1.830%	1.850%	1.830%	1.850%	1.500%	1.270%
偏態	0.091	0.589	0.091	0.589	-0.108	1.406***
峰態	0.186	-1.020	0.186	-1.020	-1.022	1.901**
<b>Panel E 上櫃空頭 (35 週)</b>						
平均數	-0.930%	-2.550%	-1.520%	-3.140%	-1.340%	-2.160%
中位數	-1.050%	-2.230%	-1.630%	-2.810%	-0.880%	-1.690%
標準差	1.880%	3.190%	1.880%	3.190%	2.660%	2.310%
偏態	0.625*	-0.382	0.625*	-0.382	-1.338***	-1.922***
峰態	2.512***	0.728	2.512***	0.728	2.187***	4.122***

註：以\*\*\*代表顯著水準 1%，\*\*代表顯著水準 5%，\*代表顯著水準 10%。

### 三、調整風險溢酬後的報酬模式分析

表 4-2 為兩報全期間、上市上櫃多空頭投資組合之 CAPM 單因子迴歸分析，其中，經濟日報的  $R^2$  值介於 0.100~0.266 之間，平均解釋能力為 20.54%；工商時報的  $R^2$  值介於 0.010~0.448 之間，平均解釋能力為 29.54%。表中經濟日報的  $r_m - r_f$  皆具顯著性，工商時報除了上櫃多頭外，其餘皆為顯著，結果顯示市場風險溢酬皆被兩報投資組合報酬考慮。在 Durbin-Watson 檢定中，其值介於 1.5~2.5 間，表示迴歸誤差項之間彼此獨立，不存在自我相關的現象。

表 4-2 單因子迴歸分析

投資組合	單因子估計模式之係數	$R^2$	Durbin-Watson 檢定
	$r_m - r_f$		
Panel A: 經濟日報			
全期間	0.377***(0.088)	0.240	2.035
上市多頭	0.629***(0.208)	0.239	1.690
上市空頭	0.378**(0.154)	0.182	1.292
上櫃多頭	0.595***(0.206)	0.266	1.944
上櫃空頭	0.246*(0.128)	0.100	1.989
Panel B: 工商時報			
全期間	0.907***(0.132)	0.448	2.144
上市多頭	0.726**(0.263)	0.207	2.209
上市空頭	1.117***(0.262)	0.403	2.052
上櫃多頭	-0.115(0.241)	0.010	2.483
上櫃空頭	0.845***(0.177)	0.409	1.994

註：以\*\*\*代表顯著水準 1%，\*\*代表顯著水準 5%，\*代表顯著水準 10%，括號內之值為標準差。

表 4-3 為兩報全期間、上市上櫃多空頭投資組合之三因子迴歸分析，分析結果顯示僅有市場風險溢酬  $r_m - r_f$  被兩報投資組合報酬考慮，其他兩個因子-規模因子與淨值市價比因子對於兩報投資組合報酬的影響皆不顯著。殘差獨立性 Durbin-Watson 檢定值顯示不存在自我相關的現象。此外，本迴歸模式的各自變數 VIF 值均未超過 10，代表各迴歸模型中的自變數間不存在共線性問題。經濟日報投資組合部分的 Adj-R<sup>2</sup> 值介於 0.032~0.216 之間，工商時報的 Adj-R<sup>2</sup> 值介於-0.063~0.424 之間，與表 4-2 CAPM 模式相比，顯然單因子模式比三因子模式較適合分析兩報的投資組合報酬。

表 4-3 三因子迴歸分析

投資組合	三因子估計模式之係數			Adj-R <sup>2</sup>	Durbin-Watson 檢定
	$r_m - r_f$	SMB	HML		
<b>Panel A: 經濟日報</b>					
全期間	0.406*** (0.104)	0.110 (0.161)	-0.146 (0.264)	0.216	2.052
上市多頭	0.663*** (0.215)	0.163 (0.218)	-0.213 (0.346)	0.201	1.657
上市空頭	0.379* (0.193)	0.019 (0.251)	-0.075 (0.426)	0.086	1.309
上櫃多頭	0.582** (0.232)	-0.054 (0.358)	-0.052 (0.466)	0.162	1.920
上櫃空頭	0.279 (0.175)	0.054 (0.216)	-0.189 (0.339)	0.032	1.961
<b>Panel B: 工商時報</b>					
全期間	0.944*** (0.157)	0.128 (0.243)	-0.106 (0.398)	0.424	2.146
上市多頭	0.806*** (0.270)	0.384 (0.273)	0.284 (0.434)	0.180	2.052
上市空頭	1.061*** (0.326)	-0.065 (0.425)	-0.425 (0.720)	0.340	2.081
上櫃多頭	-0.001 (0.263)	0.475 (0.407)	0.036 (0.530)	-0.063	2.350
上櫃空頭	0.756*** (0.242)	-0.167 (0.299)	-0.107 (0.470)	0.358	2.091

註：以\*\*\*代表顯著水準 1%，\*\*代表顯著水準 5%，\*代表顯著水準 10%，括號內之值為標準差。

#### 四、投資策略週報酬分析

表 4-4 為兩報全期間、上市上櫃多空頭投資組合之單因子與三因子的 Jensen's alpha 異常報酬的比較。Jensen's alpha 指標表示績效報酬超越其所承擔市場風險（規模風險與淨值市價風險）所應得報酬的額外部分，當其值大於 0，顯示該投資組合有超越市場投資組合（規模與淨值市價投資組合）的優異績效。從下表可發現，經市場風險因子、規模因子與淨值市價比因子調整後的投資組合績效分析，經濟日報投資組合在上市多頭時具有顯著的異常負報酬，其餘期間則無顯著的異常報酬；工商時報的投資組合在上櫃多頭市場時表現具有異常正報酬，然而上櫃空頭市場時表現具有異常負報酬。

表 4-4 投資策略週報酬

	調整手續費與 證交稅後報酬	同期上市報 酬	同期上櫃報 酬	截距項 (Jensen's alpha)	
				CAPM	三因子模式
<b>Panel A: 經濟日報</b>					
全期間	-0.930%	-0.230%	-0.620%	-0.370 (0.224)	-0.316 (0.232)
上市多頭	-0.440%	1.560%	0.770%	-0.950** (0.465)	-0.848* (0.480)
上市空頭	-1.460%	-2.150%	-2.110%	-0.207 (0.436)	-0.198 (0.469)
上櫃多頭	-0.110%	1.310%	1.530%	-0.580 (0.480)	-0.582 (0.506)
上櫃空頭	-1.520%	-1.340%	-2.160%	-0.652* (0.344)	-0.542 (0.407)
<b>Panel B: 工商時報</b>					
全期間	-1.300%	-0.230%	-0.620%	-0.737** (0.336)	-0.681* (0.350)
上市多頭	0.090%	1.560%	0.770%	-0.583 (0.588)	-0.411 (0.602)
上市空頭	-2.790%	-2.150%	-2.110%	-0.189 (0.742)	-0.222 (0.793)
上櫃多頭	1.270%	1.310%	1.530%	2.031*** (0.563)	1.997*** (0.575)
上櫃空頭	-3.140%	-1.340%	-2.160%	-1.527*** (0.475)	-1.671*** (0.564)

註：以\*\*\*代表顯著水準 1%，\*\*代表顯著水準 5%，\*代表顯著水準 10%，括號內之值為標準差。

## 五、多空頭投資策略差異性分析-無母數檢定

由於本研究樣本資料僅有 60 週，再者又區分多空頭市場，故資料的分布並沒有呈現常態分配，基於嚴謹的考量，我們採用無母數檢定。在全期間分析部份，虛無假設為四種投資組合（經濟、工商、上市與上櫃大盤）兩兩間報酬無顯著差異，對立假設為四種投資組合兩兩間報酬有顯著差異；在不同市場狀況下，虛無假設為兩報第一名分析師推薦投資組合報酬無顯著差異，對立假設為兩報第一名分析師推薦投資組合報酬有顯著差異。由表 4-5 結果分析，就全期間而言，經濟日報與工商時報投資組合彼此間的週報酬並沒有顯著差異，同時兩者亦無明顯打敗上市與上櫃大盤的情況；但將市場情況區分為多空頭期間後，兩報投資組合報酬於上市空頭、上櫃多頭與空頭在顯著水準  $\alpha=0.10$  下，拒絕虛無假設，即不同市場狀況下兩報第一名分析師推薦投資組合報酬績效有顯著差異。上市上櫃空頭期間，經濟日報投資組合報酬平均數則較工商時報高，顯示經濟日報之投資組合較具有防禦性；上櫃多頭期間，工商時報投資組合報酬平均數較經濟日報之投資組合高，顯示工商時報投資組合較具有攻擊性。在多頭行情時，散戶投資人可以考慮跟隨工商時報第一名分析師推薦之投資組合會有較高的異常報酬，而在空頭行情時，跟隨經濟日報第一名分析師推薦投資組合則有較少的損失。

表 4-5 多空頭投資策略差異性分析-無母數檢定

	經濟日報投組 報酬平均數	工商時報投組報 酬平均數	上市報酬平 均數	上櫃報酬平 均數	p-value
全期間	-0.350%	-0.720%			0.830
全期間	-0.350%		-0.230%		0.289
全期間	-0.350%			-0.620%	0.979
全期間		-0.720%	-0.230%		0.413
全期間		-0.720%		-0.620%	0.954
上市多頭	0.140%	0.680%			0.301
上市空頭	-0.870%	-2.200%			0.075
上櫃多頭	0.470%	1.860%			0.020
上櫃空頭	-0.930%	-2.550%			0.011

註：投組報酬以原始報酬計算。

## 六、穩定性檢定

接者考慮兩報投資組合中現金部位的機會成本，以無風險利率計算現金部位的機會成本後，重新計算兩報之投資組合週報酬，並以之進行投資策略之週報酬分析，與多空頭市場報酬策略分析，分析結果與先前結果一致<sup>4</sup>。

由表 4-6 可發現兩報考慮現金部位後，報酬僅有些微的差距，但數據皆優於未考慮現金部位的報酬。在中位數部分，經濟日報在調整手續費與證交稅後報酬為 -0.947%，劣於工商時報 -0.839%；經濟日報與工商時報兩投資組合不論在平均數或是中位數部分皆遜於同期間上市與上櫃報酬，顯示兩報投資組合績效即便是考慮現金部位的機會成本後皆無法勝過市場大盤。就全期間標準差看來，工商時報不論有無調整手續費與證交稅，標準差皆高於經濟日報及同期上市上櫃標準差，由此可知，工商時報報酬波動程度最大。

表 4-6 考慮機會成本後兩報投組與同期市場大盤報酬之敘述統計量表

	原始報酬		調整手續費與證交稅 後報酬		同期上市 報酬	同期上櫃報 酬
	經濟日報	工商時報	經濟日報	工商時報		
全期間（60 週）						
平均數	-0.340%	-0.714%	-0.924%	-1.299%	-0.234%	-0.624%
中位數	-0.362%	-0.254%	-0.947%	-0.839%	0.031%	-0.286%
標準差	1.9719%	3.4729%	1.9719%	3.4729%	2.5932%	2.6648%

## 伍、結論

本研究以台灣股票市場 2010 年 9 月 6 日至 2011 年 11 月 4 日經濟日報每週的「台股擂台賽」及工商時報的「台股逐洞賽」第一名證券分析師所推薦投資組合為樣本，利用單純策略進行投資組合中個股進場與出場時點的選擇標準，用以建構本研究所探討的投資組合。比較兩報所推薦投資組合在考慮實際交易成本與稅賦後的報酬損益、經風險調整後的報酬損益以進行後續投資績效分析，來判斷兩報第一名分析師所推薦之投資組合是否可擊敗市場大盤，讓散戶投資人獲取異常報酬。實證結果如下：

一、報紙公開資訊具有價值，而工商時報的第一名分析師所推薦的投資組合在多頭市場時具有較佳的報酬損益，經濟日報投資組合則在空頭市場時具有較佳的報酬損益。

<sup>4</sup>由於表格眾多，本研究不列示穩定性檢定結果，有興趣者可和作者聯繫。

二、利用單純投資策略下投資組合之績效評估，並考慮手續費與證交稅後之報酬，全期間部分，經濟日報與工商時報兩投資組合皆無法勝過市場大盤。而在上市空頭市場期間，僅有經濟日報投資組合在考慮手續費與證交稅後之報酬仍然勝過市場大盤。經風險調整後之異常報酬分析，在上櫃多頭市場時工商時報的投資組合具顯著優勢績效。

三、利用公開資訊的基本分析，投資人是否可以獲取超額利潤。根據本研究的分析，只有在上櫃多頭期間，經風險調整後工商時報投資組合確時存在顯著的異常正報酬；而在上市空頭期間，考慮手續費與證交稅後之經濟日報投資組合報酬可擊敗市場大盤。故台灣股票市場不符合半強式效率市場的程度，看該報的散戶投資人可以獲利不過要考慮多空頭市場狀況。

四、上市上櫃空頭期間，經濟日報投資組合的損失比工商時報少，顯示經濟日報投資組合較具有防禦性；上櫃多頭期間，工商時報投資組合的獲利比經濟日報投資組合多，顯示工商時報投資組合較具有攻擊性。在多頭行情時，散戶投資人可以考慮跟隨工商時報第一名分析師推薦之投資組合會有較高的異常報酬，而在空頭行情時，跟隨經濟日報第一名分析師推薦投資組合則有較少的損失。

## 陸、參考文獻

1. 王慧雯（1998），晚報推薦資訊對台灣股票市場影響之研究，國立成功大學工業管理研究所碩士論文。
2. 吳宜鴻（2007），外資券商分析師目標價宣告之資訊內涵，國立東華大學企業管理研究所碩士論文。
3. 馬若荃（1997），分析師票選股票之實證研究，國立中興大學會計研究所碩士論文。
4. 陳信奇（2007），工商日報推薦個股資訊對股價影響之實證研究，國立雲林科技大學財務金融系研究所碩士論文。
5. 陳一如與蘇法（2004），從代理理論探討證券分析師對證券市場之影響，台灣金融財務季刊，5卷1期，105 -120。
6. 黃旭輝與許蕙婷（2004），分析師的推薦股票可以實際獲利嗎？，財金論文叢刊，1，101-127。
7. 曾鵬宇（2010），平面媒體預測股價之獲利能力分析，國立雲林科技大學財務金融研究所碩士論文。
8. 劉士豪（2001），報紙推薦資訊對股價行為影響之研究，國立台灣科技大學企業管理研究所碩士論文。
9. 劉貞芸（2004），報紙推薦資訊之實證研究-以經濟日報「每週精選潛力股」

專欄為例，淡江大學財務金融系研究所碩士論文。

10. 蔡思怡 (2006) , 分析師推薦個股投資績效之研究，朝陽科技大學財務金融研究所碩士論文。
11. 盧美君 (1999) , 由單純策略 (Naive Strategies) 檢測專家推薦個股之投資績效，國立中正大學企業管理研究所碩士論文。
12. 蕭秋芸 (1997) , 證券分析師選股建議有用性之實證研究，國立中興大學會計研究所碩士論文。
13. 簡淑加 (2007) , 報紙推薦個股對股價影響之研究，國立雲林科技大學財務金融研究所碩士論文。
14. 藍華真 (1998) , 我國證券投資顧問事業公開推薦資訊內涵之實證研究，國立成功大學會計學研究所碩士論文。
15. Barber, B., R. Lehavy, M. McNichols and B. Trueman (2001), “Can Investors Profit from the Prophets? Security Analyst Recommendations and Stock Returns,” *Journal of Finance*, Vol. 56, 531-563.
16. Barber, B., R. Lehavy, M. McNichols and B. Trueman (2003), “Reassessing the Returns to Analysts’ Stock Recommendations,” *Financial Analysts Journal*, Vol. 56, 88-96.
17. Barber, B., R. Lehavy and B. Trueman (2007), “Comparing the Stock Recommendation Performance of Investment Banks and Independent Research Firms,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 85, 490-517
18. Bjerring, J. H., J. Lakonishok and T. Vermaelen (1983), “Stock Price and Financial Analysts’ Recommendations, *Journal of Finance*, Vol. 38, 187-204.
19. Boni, L. and K. L. Womack (2006), “Analysts, Industries, and Price Momentum,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 41, 85-109.
20. Easterwood, J. and S. Nutt (1999), “Inefficiency in Analysts’ Earnings Forecasts: Systematic Misreaction or Systematic Optimism?” *Journal of Finance*, Vol. 54, 1777-1797.
21. Fama, E. F. and K. R. French (1993), “Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds,” *Journal of Finance Economics*, Vol. 33, 3-56.
22. Greene, J. and S. Smart (1999), “Liquidity Provision and Noise Trading: Evidence from the Investment Dartboard Column,” *Journal of Finance*, Vol. 54, 1885-1899.
23. Green, C. (2006), “The Value of Client Access to Analyst Recommendations,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 41, 1-24.
24. Hovakimian, A. G. and E. Saenysasiri (2010), “Conflicts of Interest and Analyst Behavior: Evidence from Recent Changes in Regulation,” *Financial Analysts Journal*, Vol. 66, 96-107.
25. Huang, J., M. Mian and S. Sankaraguruswamy (2009), “The Value of Combining

- the Information Content of Analyst Recommendations and Target Prices,” *Journal of Financial Market*, Vol. 12, 754-777.
- 26. Jegadeesh N., J. Kim, S. D. Krische and C. M. C. Lee (2004), “Analyzing the Analysts: When do Recommendations Add Value?” *Journal of Finance*, Vol. 59, 1083-1124.
  - 27. Jegadeesh, N. and W. Kim (2006), “Value of Analyst Recommendations: International Evidence,” *Journal of Financial Markets*, Vol. 9, 274-309.
  - 28. Kim S. T., J. C. Lin and M. B. Slovin (1997), “Market Structure, Informed Trading, and Analysts’ Recommendation,” *Journal of Financial and Quantitative Analyst*, Vol. 32, 507-524.
  - 29. Kim M. K. and B. E. Ismail (1998), “An Accounting Analysis of the Risk-return Relationship in Bull and Bear Markets,” *Review of Financial Economics*, Vol. 7, 173-182.
  - 30. Li, X. (2005), “The Persistence of Relative Performance in Stock Recommendations of Sell-side Financial Analysts,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 40, 129-152.
  - 31. Stickel, S. E. (1985), “The Effect of Value Line Investment Survey Rank Changes on Common Stocks Price,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, 121-143.
  - 32. Womack, K. (1996), “Do Brokerage Analysts’ Recommendations have Investment Value?” *Journal of Finance*, Vol. 51, 137-167.