

傑出共同基金操作策略之研究 On the Trading Strategies of Outstanding Mutual Funds

李顯儀*(Hsien-Yi Lee)
正修科技大學企業管理系副教授
Associate Professor, Department of Business Administration,
Cheng Shiu University

沈如鳳(Ju-Feng Shen)
正修科技大學企業管理系講師
Instructor, Department of Business Administration,
Cheng Shiu University

陳信宏(Hsin-Hung Chen)
正修科技大學企業管理系助理教授
Assistant Professor, Department of Business Administration,
Cheng Shiu University

陳秉竣(Ping-Chun Chen)
正修科技大學經營管理研究所
Master, Graduate Institute of Business Administration,
Cheng Shiu University

*通訊作者：李顯儀，E-mail：DavidLsy2@yahoo.com.tw

摘要

本文主要研究目的旨於探討台灣金鑽獎傑出基金之操作策略及其操作策略與績效關聯性之研究。本文實證結果有三點發現：(一)大部分傑出基金傾向對當季個股報酬率，採用追漲殺跌之操作策略，且追漲與殺跌比例相當；對前一季與前二季個股報酬率，比較傾向採用買低賣高操作策略。(二)傑出基金都對中、大規模公司與傳統類股採取追漲策略比例較高；且對金融類與電子類股採取買低策略比例較高。(三)傑出基金當季採追漲殺跌策略以及前一、二季採買低賣高策略皆與當季績效具有密切之關聯性。此結果顯示：傑出基金與一般基金經理人在操作策略與操作標的股票確實存在許多差異，或許這正是傑出基金的績效能優於一般基金的原因之一。

關鍵詞：追漲殺跌策略、買低賣高策略、共同基金

Abstract

The objective of this paper is to examine trading strategies and the relationship between trading strategies and performance for outstanding mutual funds winning the golden diamond award in Taiwan. This study has three empirical findings. First, most of outstanding mutual funds take positive feedback strategies for the latest quarterly stock returns, and the proportion of buying winner stocks and selling loser stocks strategies is nearly quite. Further those mutual funds take contrarian strategies for the former two quarterly individual stock returns. Secondly, in terms of the outstanding mutual funds, the proportion of buying winner stocks in the middle and large size and traditional industry companies is high. On the other hand, the proportion of buying loser stocks in the financial and electronic industry companies is high. Finally, the outstanding mutual funds take positive feedback strategies for the latest quarterly period and take contrarian strategy for the former two quarterly periods are closely related to the latest stock performance. The results imply there are many differences in the trading strategies of stocks between the outstanding mutual funds and general mutual funds. Perhaps it is one of the crucial reasons that the outstanding mutual funds perform better than general mutual funds.

Keywords : Positive feedback strategy, Contrarian strategy, Mutual funds

壹 前言

共同基金一直是投資人廣為運用的一種投資理財工具，基金經理人為取得較好的績效報酬，除了要有優異的擇股能力(stock picking selectivity)與擇時能力(market timing ability)外，還必須尋求一套最適的操作策略。一般而言，機構投資人的投資行為較散戶投資人理性且專業，機構投資人比較能夠運用各種分析工具，正確的解讀資訊內涵與財務報表數據，進而進行各種的投資策略。根據以往的實證發現機構投資人的投資策略大致可分成兩類：其一為正向回饋交易策略(positive feedback trading strategy)：即買進強勢股票，賣出弱勢股票，亦即追漲殺跌的策略，又稱動能操作策略(momentum strategy)，另一為反向投資策略(constrain strategy)與正向回饋交易策略相反：即買進弱勢股票，賣出強勢股票，亦即買低賣高的策略。

投資人到底是採取追漲殺跌或買低賣高策略，才能產生較高的超額報酬？在以往的文獻檢測中，均無定論。在追漲殺跌策略方面如：Jegadeesh & Titman(1993)以美國上市公司為研究樣本，認為動能策略可以獲得超額報酬；Grinblatt et al.(1995)檢測美國 155 家基金，認為採用追漲殺跌之基金，有顯著的超額報酬，而採用反向操作之基金則無顯著的超額報酬。在買低賣高策略方面如：Conrad & Kaul(1998)以類似 Lo & Mackinlay(1990)的方式建構贏家及輸家投資組合，發現就短期(一個月內)及長期(三至五年)而言，反向投資操作會獲得較顯著超額報酬；Chou et al.(2007)採用反向投資操作對日本股市作實證研究，發現不論期間長短，反向操作幾乎都有顯著的獲利，其進一步分析反向操作的獲利來源，發現主要獲利的來源是個股之間「領先-落後」的效果，而非市場之過度反應。

至於共同基金經理人究竟是比較常使用動能操作或反向操作來進行投資？根據過去的文獻顯示，大部分的基金經理人都從事動能操作策略居多，如：Lakonishok et al.(1992)、Grinblatt et al.(1995)、Gorman(2003)、Kaminsky et al.(2004)、Lai & Lau(2010)與游智賢與姚瑜忠(2000)等，僅少部份基金經理人會從事反向操作策略，如：Benson et al.(2007)等。基金經理人使用動能操作較反向操作策略頻繁的原因為：Lakonishok et al.(1992)認為以基金經理人之立場，將強勢股納進投資組合中，將弱勢股排除於投資組合外，可達到窗飾(window dressing)之作用；此外，Lakonishok et al.(1992)亦認為機構投資人一般都具有一種非理性的投資策略：「動能策略」，因為若以基本分析為依歸或採用反向投資策略，即購入低本益比或低股價淨值比之股票，往往要花很長一段時間方能有好的表現，但在此之前，可能基金經理人早已因績效太差而被解僱，因此基金經理人寧可去追漲殺跌，以獲得較佳之短期績效。

既然大部分實證都指出基金經理人較常採用動能策略，且眾多的實證¹皆顯示基金經理人之間存在著相互的從眾行為(herd behavior)。那些操作績效較優異的傑出基金經

¹ 如：Scharfstein & Stein(1990)、Banerjee(1992)、Lakonishok et al.(1992)、Falkenstein(1996)、Wermers(1999)。

理人是否亦與一般基金經理人從眾的採取一樣的操作策略呢？還是這些傑出基金績效之所以突出，想必其操作策略應該要有別於其它基金經理人的操作手法？有鑑於此，本文的主要研究動機，將以國內「金融研訓院」每年針對績效優劣所篩選出的傑出金鑽獎基金為研究樣本，探討這些傑出基金之操作策略是否亦與大多數基金經理人採取相同或不同的操作策略？此外，本文將進一步探討傑出基金的操作績效是否與其所採取的操作策略有其密切關係？

在 Lakonishok et al.(1992)研究結果發現基金經理人為達到窗飾效果，對小型公司會採取殺跌策略，但對大型公司則不會殺低賣出；游智賢與姚瑜忠(2000)研究結果發現基金經理人對於大規模公司，較易採取追漲策略，且對機電類股則採取追漲策略居多。因此本文為進一步分析傑出基金是否也有如此現象，所以將基金投資組合內之個股依公司市值分成大、中與小型等三種公司規模，並且依個股產業分為三大產業類別分別為金融股、電子股與傳產股等三大類股以進行研究分析。此外，金鑽獎依據基金之一、三、五與十年期績效優異分別篩選出傑出基金名單，這些不同年期得獎基金經理人，若要突顯較短期(一年期)的績效優異或著眼於較長時期(三或五年期)的績效穩定成長，是否在操作策略會有迥異？

因此，本文的主要研究目的乃以國內金鑽獎傑出基金為研究樣本，並將傑出基金得獎名單分成一、三與五年期三組樣本，且將基金投資組合內之個股，依據公司規模與產業類別進行分類後，將進行以下三點探討：(一)探討不同年期傑出基金經理人之操作策略，並進一步觀察比較不同年期傑出基金的操作策略是否有差異？(二)探討傑出基金經理人對不同規模與產業的個股操作策略是否有差異？(三)探討傑出基金經理人之操作策略與績效表現是否有密切的關聯性？

在以往汗牛充棟的基金操作策略實證中，主要以全體基金或某些特定類型基金為研究樣本，本文著眼於傑出基金的研究，有其重要性與研究價值。因為得獎的傑出基金通常是市場矚目的焦點，對於基金投資人而言，得獎事宜可能對投資人欲選擇何種標的基金進行投資具有資訊內涵效應(information content)；對於其他基金經理人而言，基金經理人之間可能存在著相互模仿的從眾行為，所以得獎基金經理人的操作策略可能是某些績效較落後或經驗較不足的基金經理人欲模仿之對象。因此本文針對這些傑出基金的操作策略進行探討，可提供實務界一個投資參考依據與學術界研究比較基礎。

根據本文的實證結果發現：傑出基金在相對短期採取追漲殺跌策略，且追漲與殺跌比例相當，同時相對中長期策略亦採買低賣高的投資策略，且對傳產類股採取追漲策略，並對金融類與電子類股採取買低策略。這結果與以往國內相似研究游智賢與姚瑜忠(2000)以全體基金為樣本，實證結果基金為經理人僅採取追漲但不殺跌策略，且對機電類股採取追漲策略之結果有眾多的不同，由此可見國內傑出基金與一般基金經理人在操作策略與操作標的股票確實存在許多差異。此外，本文實證發現：短期(一年期得獎)表現較優異基金與中長期(三與五年期得獎)表現較突出基金，在採用買低賣高操作策略各有特色，這結果在以往相關研究中並未被實證過，因此本文研究結果具有獨特貢獻。

另外，本文與 Lakonishok et al.(1992)以及 Grinblatt et al.(1995)採用季資料進行探討，相較於游智賢與姚瑜忠(2000)利用月資料頻率過於頻繁，比較不容易看出基金經理人較中長期操作趨勢之佈局，此乃本文研究分析之優點。

本文共分為五部分，第一部分為前言介紹，第二部分為正向回饋交易與反向投資策略之文獻探討，第三部分為研究資料、設計與方法，第四部分為實證結果與分析，第五部分則為結論與建議。

貳 文獻探討

以往有關機構投資人(或共同基金經理人)投資策略的相關文獻，大致可以分成二類，第一類為正向回饋交易策略：即買進強勢股票，賣出弱勢股票，亦即追漲殺跌的策略。根據 Jegadeesh & Titman(1993)認為市場會存在反應不足(underreaction)的情形，亦即過去表現較好(差)的股票，因股價未完全反應其真實價值，所以過去表現好的股票會繼續向上修正，過去表現差的股票會繼續向下修正，此時買進前期贏家(續漲股)，同時賣出前期輸家(續跌股)可獲取超額報酬。第二類為反向投資策略，此策略恰好與正向回饋交易策略相反：即買進弱勢股票，賣出強勢股票。根據 DeBondt & Thaler(1985)認為市場會有過度反應(overreaction)的情形，亦即過去表現較好的股票，股價會被高估；反之，過去表現較差的股票，股價會被低估。因此經過一段時間後，過去表現好的股票會向下修正，過去表現差的股票會向上修正。此時買進前期輸家(超跌股)，同時賣出前期贏家(超漲股)的反向操作策略，將能獲取超額報酬。本文將針對共同基金經理人(或機構投資人)採取動能操作策略與反向投資操作策略作一介紹：

一、基金(或機構投資人)之正向回饋交易策略

Lakonishok et al.(1992)對美國 769 家退休基金 1985 至 1989 年之季資料進行研究，依照公司規模與前期個股報酬率加以分類，對基金經理人之追漲殺跌策略與從眾行為進行分析，研究結果發現基金經理人會對小規模公司中表現不佳之股票殺低賣出，但對大規模公司則不會殺低賣出。Grinblatt et al.(1995)對美國 155 家基金進行研究，期間為 1974 至 1984 年之季資料，以基金持有個股比率變動檢測動能操作策略與基金績效間之關連，研究發現基金經理人會依照個股前期之報酬率採追漲殺跌策略來操作基金，而追漲殺跌策略與基金績效之間關連性極高，整體而言，採用追漲殺跌之基金，有顯著的超額報酬，而採用反向操作之基金則無顯著的超額報酬。Sias & Starks(1997)研究發現機構投資人的交易策略與股票的報酬有密切關係，其投資行為亦採正向回應交易。Nofsinger & Sias(1999)與 Wermers(1999,2000)研究發現，機構投資人持股比率與前期報酬率具正向關係，所以機構投資人進行正向回應交易行為。Chen et al.(2000)指出贏家基金相較於輸家基金未來績效表現好，主要是由於贏家基金所持有的投資組合大部分由過去績效表現較好的股票構成，使得未來績效表現亦較佳，其受動能效應影響。Badrinath & Wahal(2002)發現機構投資人在股票市場中進場採取正向回應交易，但在出場採取反向操作策略。

Dennis & Strickland(2002)研究發現機構投資人的持股與股票報酬具有密切關係，股票漲幅愈高的股票，機構投資人的持股比例愈高，此結果與正向回應交易有關。Gorman(2003)實證 165 檔小型基金，結果發現小型基金從事動能操作的利益是來自於對小型股票的操作。Kaminsky et al.(2004)發現美國投資拉丁美洲 13 檔股票型基金，基金經理人以當其個股報酬為基準從事動能交易行為非常顯著，且在金融風暴期間更為顯著。Lai & Lau(2010)檢測馬來西亞 311 檔股票型基金，研究發現基金經理人喜歡持有小型股與價值股，且會從事買進贏家的股票及賣出輸家股票的動能操作策略。

國內文獻，如：游智賢與姚瑜忠(2000)選取台灣 26 檔共同基金，研究結果發現大多數基金皆採用追漲殺跌操作策略，且發現大部分的基金皆採追漲但不殺跌。楊淑玲等(2006)檢測台灣開放型基金，結果發現基金經理人在進行買入投資行為，會傾向採取動能交易行為。林灼榮與徐啓升(2010)實證結果發現在技術效率的衡量下，我國股票型基金具有一年期績效持續性之現象，隱含基金投資者採取動能投資策略。

二、基金(或機構投資人)之反向投資策略

Badrinath & Wahal(2002)發現機構投資人在股票市場中進場時採取正向回應交易，但在出場卻採取反向操作策略。Karolyi(2002)研究發現亞洲金融風暴之後，日本國內的機構投資人從事積極的反向投資操作。Kamesaka et al.(2003)研究發現日本國內的部分機構投資人有優秀的擇時能力與反向的投資策略有關。Menkhoff & Schmidt(2005)研究發現反向操作的基金經理人通常具有過度自信與厭惡風險的特質且傾向處分效應(disposition effect)之操作。Benson et al.(2007)研究發現澳洲的平衡型基金在國際股票市場採取反向的投資策略。國內文獻，如：楊淑玲等(2006)研究發現基金經理人在進行賣出持股時，會傾向採取反向交易行為。

參 研究資料與方法

一、研究資料

(一)研究樣本

本研究之傑出基金樣本，是由「財團法人台北金融研究發展基金會」主辦，湯森路透集團(Thomson Reuters)旗下的子公司「理柏」²(Lipper)與「今周刊」(Business today)合辦所選拔出的傑出基金金鑽獎，金鑽獎評選活動是自 1998 年開始評選，截至 2011 年目前為止共舉辦 14 屆，基金的評選分成國內組與國外組，國內組又分為上市股票型、上櫃股票型、債券型與債券股票平衡型基金等四種，其中上市股票型之基金又細分為三

² 金鑽獎自 2010 年起，已不和 Lipper 合辦，改與 Bloomberg 合辦。

類，分別是中小型類、科技類與一般類(包括價值型、特殊類、中概類與指數類)等三類，每一種類型得獎名單又分為一、三、五與十年期。本論文將得獎基金每一種年期分別進行檢測，因十年期得獎基金樣本數過少，故予以捨棄。因此本研究是以獲得金鑽獎之科技型、中小型與一般型之一、三與五年期之基金當作基金研究樣本。

(二)研究期間

本文的研究期間 2003~2009 年(第 6~12 屆)金鑽獎國內上市股票型基金得獎名單。因金鑽獎得獎之一、三與五年期得獎名單皆以前一、三與五年投資績效進行評比，因此故本研究將蒐集每年得獎基金之前一、三與五年期年的季資料³做為研究評估之依據。故本文的研究期間涵蓋 1998 至 2008 年，共 11 年的期間。此處的資料來源來自財團法人台北金融研究發展基金會。

(三)傑出基金的樣本名單

本文研究樣本為台北金融研究發展基金會所舉辦傑出基金金鑽獎所公布之得獎基金，研究期間為第 6 屆(2003 年)到第 12 屆(2009 年)共 7 屆。附錄表 1 為 2003 至 2009 年(第 7 屆至第 13 屆)這七年的金鑽獎國內上市股票型基金一、三與五年期得獎名單，得獎名單基金依據中小型類、科技類與一般類進行分類，其中以「國泰中小型」基金表現最為優異，分別在 2004~2008 年這 5 年內每年皆被金鑽獎基金評比列入得獎名單，其次是「盛華高科技」基金與「保德信高成長」基金，七年內分別各得金鑽獎，列入得獎名單三次，至於其他傑出基金在七年內，列入得獎名單皆在一至二次。

表 1 為研究期間內金鑽獎得獎與全體基金績效比較表，因為根據評鑑機構篩選傑出基金的名單是以該年度得獎名單前一、三與五年的績效報酬為依據，金鑽獎得獎基金的績效都是前一、三與五年同依類型基金的佼佼者。經本文統計結果發現：(一、三、五)年期得獎基金與全體基金績效報酬在科技型、中小型與一般型分別有(8.71、6.87、12.40)、(2.88、2.68、3.97)與(2.66、2.47、3.95)倍的差距。由此顯示一年期得獎與全體基金績效報酬差距最大約在 6.8~12.4 倍左右，三與五年期得獎與全體基金績效報酬差距約在 2.5~4 倍左右，所以得獎基金績效報酬確實優於全體基金，且在一年期一般型得獎與該類型全體基金差距最大。

³ 本文與 Lakonishok et al.(1992)以及 Grinblatt et al.(1995)採用季資料進行探討。且台灣投信投顧公會雖每月公布每檔基金的月持股明細，但只公布投資比例最高前 5 檔股票，但每季會公布完整的持股明細，本文為了研究的完整性，故必須採取季資料。

表1 金鑽獎得獎與全體基金績效比較表

年份	類型	一年期		三年期		五年期	
		得獎	全體	得獎	全體	得獎	全體
第6屆 (2003)	科技型	na	-25.16%	na	-48.09%	na	-15.72%
	中小型	na	-23.39%	na	-36.40%	na	-29.83%
	一般型	11.56%	-20.91%	2.73%	-41.04%	57.47%	-19.79%
第7屆 (2004)	科技型	49.05%	23.90%	65.54%	16.31%	57.57%	15.82%
	中小型	50.53%	25.49%	70.97%	27.89%	Na	9.20%
	一般型	51.94%	22.20%	128.46%	23.17%	79.83%	8.11%
第8屆 (2005)	科技型	13.19%	-2.78%	18.00%	-9.11%	Na	-35.40%
	中小型	11.98%	-2.42%	29.66%	-6.32%	Na	-23.42%
	一般型	16.87%	0.48%	54.43%	-1.70%	51.39%	-26.71%
第9屆 (2006)	科技型	74.29%	46.63%	126.41%	78.36%	189.52%	75.04%
	中小型	99.33%	51.43%	140.19%	84.52%	191.61%	86.58%
	一般型	73.71%	34.41%	146.84%	67.71%	190.38%	70.64%
第10屆 (2007)	科技型	35.87%	16.98%	131.42%	70.45%	119.29%	58.98%
	中小型	39.24%	22.85%	169.81%	85.30%	141.33%	70.04%
	一般型	45.54%	17.56%	125.96%	60.81%	174.19%	60.15%
第11屆 (2008)	科技型	30.20%	12.80%	148.77%	94.88%	227.02%	137.81%
	中小型	33.36%	8.28%	187.95%	103.96%	251.10%	149.70%
	一般型	40.97%	11.04%	152.16%	79.75%	258.17%	126.10%
第12屆 (2009)	科技型	na	-49.10%	na	-32.67%	36.61%	-0.26%
	中小型	na	-48.14%	18.40%	-29.03%	79.77%	6.30%
	一般型	na	-45.41%	28.65%	-27.79%	56.17%	0.76%
第6~12屆平均	科技型	28.94%	3.32%	70.02%	24.30%	90.00%	33.75%
	中小型	33.49%	4.87%	88.14%	32.85%	94.83%	38.37%
	一般型	34.37%	2.77%	91.32%	22.99%	123.94%	31.32%

二、研究方法

本文主要探討台灣傑出金鑽獎得獎基金，其基金經理人所採用的操作策略及其操作策略與績效之關係。在操作策略衡量指標是以 Grinblatt et al.(1995)所建構的方法為衡量指標；在基金績效評估指標乃採用 Grinblatt & Titman(1993)基金持股比例為基礎之模型。以下為各操作指標的說明：

(一)操作策略指標

1.共同基金投資策略衡量指標

本文以 Grinblatt et al.(1995)所建立之操作策略衡量指標為基準，並參考游智賢與姚瑜忠(2000)修改後的指標模型，其衡量方式如下(1)式：

$$M = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \sum_{i=1}^n (\tilde{w}_{i,t} - \tilde{w}_{i,t-1})(\tilde{R}_{i,t-k+1} - \bar{R}_i) \quad (1)$$

$\tilde{w}_{i,t}$ ：i 證券於 t 期時佔投資組合之比率。

$\tilde{R}_{i,t-k+1}$ ：t-k 期至 t-k+1 期 i 證券之報酬率。

\bar{R}_i ：i 證券於樣本期間內之平均報酬。

n：投資組合中證券個數。

T：樣本總期數。

此衡量指標之含意為，當 i 證券當期或前期減 i 證券之樣本期間平均報酬後其值大於零($\tilde{R}_{i,t-k+1} - \bar{R}_i > 0$)時，若增加 i 證券之持股數量($\tilde{w}_{i,t} - \tilde{w}_{i,t-1} > 0$)，此時 M 會大於零，則稱為追漲策略；相反地，當 i 證券當期或前期減 i 證券之樣本期間平均報酬後，其值小於零($\tilde{R}_{i,t-k+1} - \bar{R}_i < 0$)時，若減少 i 證券之持股數量($\tilde{w}_{i,t} - \tilde{w}_{i,t-1} < 0$)，此時 M 會大於零，則稱為殺跌策略。另一方面，當 i 證券當期或前期減 i 證券之樣本期間平均報酬後其值大於零($\tilde{R}_{i,t-k+1} - \bar{R}_i > 0$)，若減少 i 證券之持股數量($\tilde{w}_{i,t} - \tilde{w}_{i,t-1} < 0$)，此時 M 會小於零，則稱為賣高策略；相反地，當 i 證券當期或前期減 i 證券之樣本期間平均報酬後，其值小於零時($\tilde{R}_{i,t-k+1} - \bar{R}_i < 0$)，若增加 i 證券之持股數量($\tilde{w}_{i,t} - \tilde{w}_{i,t-1} > 0$)，此時 M 會小於零，則稱為買低策略。

總而言之，M 值大於零代表共同基金採取追漲或殺跌策略，M 值愈大，表示共同基金愈偏向採取追漲或殺跌策略，M 值小於零代表共同基金採取買低或賣高策略，M 值愈小，表示共同基金愈偏向採取買低或賣高策略。將以上所述之操作策略衡量指標，彙整於表 2。

表 2 操作策略衡量指標

決策準則	投資行爲	衡量指標	操作策略
$R_{i,t-k+1} - R_i > 0$	$W_{i,t} - W_{i,t-1} > 0$	$M > 0$	追漲
(強勢股)	$W_{i,t} - W_{i,t-1} < 0$	$M < 0$	賣高
$R_{i,t-k+1} - R_i < 0$	$W_{i,t} - W_{i,t-1} < 0$	$M > 0$	殺跌
(弱勢股)	$W_{i,t} - W_{i,t-1} > 0$	$M < 0$	買低

2. 共同基金買進與賣出策略衡量指標

本文為了進一步明瞭基金的操作策略，到底是追漲或殺跌哪一種策略比較明顯，將操作策略衡量指標加以區分成買進策略指標(M^B)與賣出策略指標(M^S)，其如下(2)與(3)式：

$$M^B = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \sum_{i=1}^n \sum_{W_{i,t+1} > W_{i,t}} (\tilde{w}_{i,t} - \tilde{w}_{i,t-1})(\tilde{R}_{i,t-k+1} - \bar{R}_i) \quad (2)$$

$$M^S = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \sum_{i=1}^n \sum_{W_{i,t+1} < W_{i,t}} (\tilde{w}_{i,t} - \tilde{w}_{i,t-1})(\tilde{R}_{i,t-k+1} - \bar{R}_i) \quad (3)$$

上述之操作策略指標，若 M^B 指標大於零，表示共同基金採取追漲策略，反之則採取買低策略；若 M^S 策略指標大於零，表示共同基金採取殺低策略，反之則採取賣高策略。

本文進一步判別共同基金追漲殺低或買低賣高策略，是根據股票當期($K=0$)、前一期($K=1$)或前二期($K=2$)報酬率，於是將操作策略指標以 M_0 ， M_1 與 M_2 表之，因此買進策略指標(M^B)可分為 $M_{0,1}^B$ 與 $M_{0,2}^B$ ；賣出策略指標(M^S) 可分為 $M_{0,1}^S$ 與 $M_{0,2}^S$ 。

(二)績效評估指標

本文以 Grinblatt & Titman(1993)之研究方法為基礎，評估共同基金的操作績效。其基金績效評估指標如下式：

$$GT = \frac{1}{T} \sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^T (\tilde{R}_{i,t} (\tilde{w}_{i,t} - \tilde{w}_{i,t-k})) \quad (4)$$

T ：總期數。

n ：投資組合中證券個數。

$\tilde{w}_{i,t}$ ：第 t 期末 i 證券佔投資組合之比率。

$\tilde{w}_{i,t-k}$ ：第 $t-k$ 期末 i 證券佔投資組合之比率。

$\tilde{R}_{i,t}$ ：第 $t-1$ 期到第 t 期 i 證券之報酬率。

k ：固定正整數(落後期數，若落後一、二季， $K=1, 2$)。

本文在 $w_{i,t-k}$ 的選取上，以落後一季($K=1$)作為持股比率之基準，求算出當期基金績效(GT)。隨後本文將分別衡量基金當期(M_0 、 $M_{0,1}^B$ 與 $M_{0,1}^S$)、前一期(M_1 、 $M_{0,2}^B$ 與 $M_{0,2}^S$)與前二期(M_2 、 $M_{0,1}^B$ 與 $M_{0,1}^S$)採追漲殺跌(或買低賣高)之操作指標與績效衡量指標(GT)之相關程度。其相關程度乃判別基金當期、前一期、二期追漲殺跌(或買低賣高)策略與當期基金績效之關聯性。

肆 實證結果與分析

本文主要探討台灣金鑽獎傑出基金，其基金經理人所採用的操作策略及其操作策略與績效之關係。

一、操作策略實證

在操作策略實證中，基金經理人可能會因為個股之公司規模大小以及個股產業類型不同，而有不同的買賣策略。本文將操作策略實證分為三部分，首先將傑出基金投資組合內所有股票樣本進行檢測，然後再將個股依其市場總值(market capitalization)大小，依序平均分類成大、中、小三種規模公司進行分析，最後將個股依照產業類別分類成電子類股、金融類股以及傳統產業類股等三大類股⁴進行分析。

(一)全體樣本操作策略實證

1. 一年期得獎基金檢測之結果

表 3 所顯示為金鑽獎一年期得獎基金的操作策略結果。由表中得知，在 22 檔基金中，所有 M_0^B 指標均為正值，其中 M_0^B 顯著為正值亦為 22 檔基金，由此顯示一年期得獎基金明顯地傾向根據當季個股報酬率，採用追漲殺跌之操作策略，但不採買低賣高之操作策略。此外， M_1^B 值及 M_2^B 值分別有 21 與 18 檔基金為負值，且分別其中各有 18 檔基金及 16 檔基金顯著為負，此顯示大部分一年期得獎基金會根據前一期(前一季)與前二期(前二季)個股報酬採取買低賣高之操作策略。

本研究進一步分析，基金會較傾向採取追漲(買低)或殺跌(賣高)之策略，由表 3 中 M_0^B 及 M_0^S 之值得知，在全部 22 檔基金中，有 12 檔基金的 M_0^B 值顯著為正，而 M_0^S 值有 10 檔基金顯著為正，此結果顯示將近半數一年期得獎基金會根據當期報酬同時採用追漲與殺跌的操作策略，並且沒有任何得獎一年期基金採取買低賣高的操作策略。此外，由 M_1^B 與 M_1^S 值中結果得知，分別有 17 檔與 11 檔基金顯著為負值，此結果顯示大部分一年期得獎基金會根據前一季個股報酬率同時採取低價買進與高價賣出的操作策略。最後觀察 M_2^B 值與 M_2^S 值，其中 M_2^B 值有 16 檔基金顯著為負，但 M_2^S 值僅 2 檔顯著為負，此結果顯示大部分一年期得獎基金會根據前二期個股報酬率採取低價買進操作策略，但僅少部份基金採取高價賣出操作策略。

⁴ 本文此處的產業類別分類乃根據上市(櫃)的代碼分類，其中電子類股包含：上市(櫃)的半導體、電腦及週邊設備業、光電業、通信網路業、電子零組件業、電子通路業、資訊服務業、其他電子業等八類；金融類股包含：上市(櫃)金融、保險與證券類股；扣除上述兩類的分類後，其餘類股皆納入傳統類股。

表3 一年期得獎基金之操作策略結果

	正值	負值	顯著為正(追漲或殺跌)	顯著為負(買低或賣高)
M_0	22	0	22	0
M_1	1	21	0	18
M_2	4	18	3	16
策略指標	正值	負值	顯著為正(追漲)	顯著為負(買低)
M^B_0	22	0	12	0
M^B_1	2	20	0	17
M^B_2	1	21	0	16
策略指標	正值	負值	顯著為正(殺跌)	顯著為負(賣高)
M^S_0	19	3	10	0
M^S_1	0	22	0	11
M^S_2	13	9	2	2

2.三年期得獎基金樣本之檢測結果

表4所顯示為金鑽獎三年期得獎基金的操作策略結果。由表中得知，在22檔基金中，所有 M_0 指標均為正值，其中 M_0 顯著為正值亦為20檔基金，由此顯示三年期得獎基金明顯地傾向根據當季個股報酬率，採用追漲殺跌之操作策略，但不採買低賣高之操作策略。此外， M_1 值及 M_2 值分別有19與18檔基金為負值，且分別其中各有19檔基金及15檔基金顯著為負，此顯示大部分三年期得獎基金會根據前一期(前一季)與前二期(前二季)個股報酬採取買低賣高之操作策略。

本研究進一步分析，基金會較傾向採取追漲(買低)或殺跌(賣高)之策略，由表4中 M^B_0 及 M^S_0 之值得知，在全部22檔基金中，有19檔基金的 M^B_0 值顯著為正，而 M^S_0 值有14檔基金顯著為正，此結果顯示大部分三年期得獎基金會根據當期報酬同時採用追漲與殺跌的操作策略，並且沒有任何得獎一年期基金採取買低賣高的操作策略。此外，由 M^B_1 與 M^S_1 值中結果得知，分別有6檔與15檔基金顯著為負值，僅少數1檔基金 M^B_1 顯著為正值，此結果顯示大部分三年期得獎基金會根據前一季個股報酬率採取低高價賣出操作策略，亦有少部分採取低價買進操作策略。最後觀察 M^B_2 值與 M^S_2 值，其中 M^B_2 值有9檔基金顯著為負，但 M^S_2 值僅6檔顯著為負，此結果顯示將近半數三年期得獎基金會根據前二期個股報酬率採取低價買進操作策略，亦有少部分採取高價賣出之操作策略。

表 4 三年期得獎基金操作策略結果

	正值	負值	顯著為正(追漲或殺跌)	顯著為負(買低或賣高)
M_0	22	0	20	0
M_1	3	19	2	19
M_2	4	18	0	15
策略指標	正值	負值	顯著為正(追漲)	顯著為負(買低)
M^B_0	22	0	19	0
M^B_1	8	14	1	6
M^B_2	5	17	1	9
策略指標	正值	負值	顯著為正(殺跌)	顯著為負(賣高)
M^S_0	22	0	14	0
M^S_1	0	22	0	15
M^S_2	4	18	0	6

3.五年期得獎基金之檢測結果

表 5 所顯示為金鑽獎五年期得獎基金的操作策略結果。由表中得知，在 16 檔基金中，所有 M_0 指標均為正值，其中 M_0 顯著為正值亦為 16 檔基金，由此顯示三年期得獎基金明顯地傾向根據當季個股報酬率，採用追漲殺跌之操作策略，但不採買低賣高之操作策略。此外， M_1 值及 M_2 值分別有 15 與 14 檔基金為負值，且同樣的分別各有 13 檔基金及 12 檔基金顯著為負，此顯示大部分五年期得獎基金會根據前一期(前一季)與前二期(前二季)個股報酬採取買低賣高之操作策略。

本研究進一步分析，基金會較傾向採取追漲(買低)或殺跌(賣高)之策略，由表 5 中 M^B_0 及 M^S_0 之值得知，在全部 16 檔基金中，有 13 檔基金的 M^B_0 值顯著為正，而 M^S_0 值有 12 檔基金顯著為正，此結果顯示幾乎所有五年期得獎基金會根據當期報酬同時採用追漲與殺跌的操作策略，並且沒有任何得獎五年期基金採取買低賣高的操作策略。此外，由 M^B_1 與 M^S_1 值中結果得知，分別有 4 檔與 13 檔基金顯著為負值，此結果顯示大部分五年期得獎基金會根據前一季個股報酬率採取高價賣出的操作策略。最後觀察 M^B_2 值與 M^S_2 值，其中 M^B_2 值有 5 檔基金顯著為負，但 M^S_2 值僅 3 檔顯著為負，此結果顯示近三分之一的五年期得獎基金會根據前二季個股報酬率採取低價買進，亦有少部分採取高價賣出之操作策略。

表 5 五年期得獎基金操作策略結果

	正值	負值	顯著為正(追漲或殺跌)	顯著為負(買低或賣高)
M_0	16	0	16	0
M_1	1	15	0	13
M_2	2	14	1	12
策略指標	正值	負值	顯著為正(追漲)	顯著為負(買低)
M^B_0	16	0	13	0
M^B_1	3	13	0	4
M^B_2	3	13	0	5
策略指標	正值	負值	顯著為正(殺跌)	顯著為負(賣高)
M^S_0	16	0	12	0
M^S_1	0	16	0	13
M^S_2	2	14	0	3

由表 3~5 的結果顯示：一、三與五年期得獎基金都傾向對當季個股報酬率，同時採用追漲殺跌之操作策略，且追漲策略與殺策略比例相當；但一、三與五年期得獎基金都傾向對前一季與前二季個股報酬率，比較傾向採用買低賣高之操作策略，尤其對前一季(或前二季)個股報酬率採用賣高(或買低)操作策略的比例較高。另外，在不同年期的得獎基金比較中，本文發現：在採用追漲殺跌操作策略中，三年期得獎基金，其追漲策略比殺跌策略比例稍高，但一與五年期得獎基金，其追漲策略與殺跌策略比例相當；在採用買低賣高操作策略中，一年期得獎基金，較著重在買低策略，三與五年期得獎基金，則較著重在賣高策略。

(二)針對不同公司規模之檢測結果

本文將傑出基金之投資組合內個股依照市場總值分成大、中、小規模公司三等份，藉以探討傑出基金對與不同公司規模之個股，所採取之操作策略是否有不同之處。表 6 為各基金之投資個股，不同規模公司所佔之投資比率。由表中可看出基金絕大多數將大部份的資金投入大規模公司，其次是中規模公司，再其次是小規模公司。公司持股比率與公司規模呈現正相關，公司規模愈大，基金持股比率就愈大，全部傑出基金之大規模公司投資比率佔其持股比率約為三分之二(約為 65.41%)，中規模公司投資比率佔其持股比率約為 13.24%，小規模公司投資比率佔其持股比率約為 8.97%。

表 6 不同規模公司佔各基金總持股之比例

	基金名稱	總持股	小規模公司	中規模公司	大規模公司
一年	新光競臻笠(2003)	87.12%	8.74%	12.15%	66.23%
	元大巴菲特(2003)	88.01%	7.23%	10.33%	70.45%
	凱基先進(2004)	90.22%	6.42%	6.97%	76.83%
	國泰中小(2004)	79.75%	0.00%	11.31%	68.44%
	元大卓越(2004)	85.26%	1.15%	14.11%	70.00%
	凱基開創(2004)	91.79%	18.28%	12.11%	61.40%
	國泰科技生化(2005)	87.76%	0.00%	12.54%	75.22%
	國泰中小(2005)	80.86%	5.39%	16.93%	58.54%
	國泰大中華(2005)	92.74%	7.77%	6.11%	78.86%
	金復華金復華(2005)	84.76%	9.89%	11.24%	63.63%
二期	大華高科技(2006)	90.88%	0.00%	3.50%	87.38%
	華頓中小(2006)	91.57%	2.10%	39.61%	49.86%
	保德信高成長(2006)	91.18%	4.12%	8.34%	78.72%
	日盛上選(2006)	91.62%	4.79%	3.83%	83.00%
	德信數位時代(2007)	88.65%	29.03%	13.45%	46.17%
	建弘小型精選(2007)	91.37%	16.61%	22.06%	52.70%
	德信大發(2007)	86.76%	4.50%	16.33%	65.93%
	大華大華(2007)	90.21%	3.82%	13.33%	73.06%
	統一奔騰(2008)	88.62%	5.69%	22.76%	60.17%
	大華中小(2008)	91.12%	2.27%	21.45%	67.40%
三年	安泰高股息(2008)	87.47%	6.52%	35.98%	44.97%
	統一大滿貫(2008)	88.36%	9.34%	27.85%	51.17%
	平均	88.46%	6.98%	15.56%	65.92%
	統一統信(2003)	84.34%	10.29%	7.58%	66.47%
	建弘電子(2004)	83.81%	6.38%	8.11%	69.32%
	倍立磐石(2004)	85.11%	17.83%	6.22%	61.06%
	新光台灣富貴(2004)	83.44%	13.57%	19.50%	50.37%
	復華數位經濟(2005)	87.76%	8.52%	11.18%	68.06%
	國泰中小(2005)	82.26%	5.91%	4.45%	71.90%
	元大多多(2005)	93.84%	11.9%	13.46%	68.48%
四年	日盛精選五虎(2005)	90.24%	19.58%	8.44%	62.22%
	盛華高科技(2006)	91.14%	7.14%	7.33%	76.67%
	國泰中小(2006)	81.47%	3.84%	15.79%	61.84%
	元大多福(2006)	92.06%	6.05%	17.35%	68.66%
	元大經貿(2006)	92.70%	5.08%	11.88%	75.74%
	群益創新科技(2007)	85.55%	2.48%	3.39%	79.68%
	華頓中小(2007)	92.20%	25.38%	12.71%	54.11%
	保德信高成長(2007)	81.92%	6.47%	12.16%	64.23%
	保德信台商全方位(2007)	72.74%	2.53%	16.71%	53.5%
	盛華高科技(2008)	91.61%	10.65%	4.20%	76.76%
五年	大華中小(2008)	90.59%	5.26%	19.67%	65.66%
	保德信高成長(2008)	91.60%	4.54%	10.79%	76.27%
	元大多福(2008)	87.62%	4.80%	5.88%	76.94%
	永豐中小(2009)	84.37%	15.23%	18.27%	50.87%
	永豐永豐(2009)	87.15%	8.36%	16.78%	62.01%
	平均	86.98%	9.17%	11.45%	66.40%

	新光台灣富貴(2003)	82.92%	4.33%	6.35%	72.24%
	國際電子(2004)	85.59%	4.98%	4.69%	75.92%
	新光國家建設(2004)	83.73%	1.36%	8.11%	74.26%
	統一統信(2005)	92.12%	12.5%	11.85%	67.77%
五 年 期	建弘電子(2006)	81.87%	10.59%	8.72%	62.56%
	保誠中小(2006)	88.65%	18.33%	25.54%	44.78%
	日盛上選(2006)	88.15%	16.36%	8.01%	63.78%
	盛華高科技(2007)	90.21%	16.16%	3.84%	70.21%
	國泰中小(2007)	82.36%	6.01%	4.45%	71.90%
	日盛精選五虎(2007)	87.02%	9.52%	21.80%	55.70%
	盛華高科技(2008)	91.53%	12.55%	4.47%	74.51%
	國泰中小(2008)	82.10%	15.65%	12.88%	53.57%
	元大多福(2008)	87.62%	13.55%	19.81%	54.26%
	復華數位經濟(2009)	89.81%	9.26%	20.27%	60.28%
	永豐中小(2009)	91.98%	20.88%	24.32%	46.78%
	元大新主流(2009)	91.04%	9.87%	15.28%	65.89%
	平均	87.29%	11.37%	12.52%	63.40%
	總平均	87.61%	8.97%	13.24%	65.41%

1. 一年期得獎基金檢測結果

由表 7 得知，在小、中與大規模公司之 M_0 指標分析中，在 22 檔一年期得獎基金，在小、中與大規模公司之 M_0 指標分別有 14、17 與 21 檔基金顯著為正值，由此可知大部分一年期得獎基金會根據當期個股之報酬傾向追漲殺跌操作策略，且隨著公司規模愈大，基金追漲殺跌的情形愈明顯。本研究進一步分析 M_{0B} (及 M_{0S})之值得知，在小、中與大規模公司之 M_{0B} (及 M_{0S})指標分別有 3(5)、8(1)與 12(9)檔基金顯著為正值；此結果顯示在追漲殺跌策略中，在中與大規模公司一年期得獎基金根據當期報酬採用追漲策略較殺跌策略比例高，但在小規模公司則相反。在小、中與大規模公司之 M_1 指標分析中，在 22 檔一年期得獎基金，在小、中與大規模公司之 M_1 指標分別有 14、12 與 19 檔基金顯著為負值，由此可知大部分一年期得獎基金會根據前一期個股之報酬傾向買低賣高操作策略，且在大規模公司，基金的買低賣高情形愈明顯。本研究進一步分析 M_{1B} (及 M_{1S})之值得知，在小、中與大規模公司之 M_{1B} (及 M_{1S})指標分別有 6(4)、7(5)與 14(12)檔基金顯著為負值；此結果顯示在買低賣高策略中，在小、中與大規模公司一年期得獎基金根據前一期報酬採用買低策略較賣高策略比例高。在小、中與大規模公司之 M_2 指標分析中，在 22 檔一年期得獎基金，在小、中與大規模公司之 M_2 指標分別有 13、11 與 15 檔基金顯著為負值，由此可知大部分一年期得獎基金會根據前二期個股之報酬傾向買低賣高操作策略，且在大規模公司，基金的買低賣高情形愈明顯。本研究進一步分析 M_{2B} (及 M_{2S})之值得知，在小、中與大規模公司之 M_{2B} (及 M_{2S})指標分別有 6(1)、9(6)與 17(1)檔基金顯著為負值；此結果顯示在買低賣高策略中，在小、中與大規模公司一年期得獎基金根據前二期報酬採用買低策略較賣高策略比例高。

總之，一年期得獎基金的操作策略，在不同公司規模比較中，可發現無論任何公司

規模，基金會根據當期個股之報酬傾向追漲殺跌操作策略，且根據前一與前二期個股之報酬傾向買低賣高操作策略，在大規模公司都有較高的追漲殺跌與買低賣高的傾向，且其中又以追漲與買低策略更為明顯。

表 7 一年期得獎基金針對不同公司規模檢測結果

7-A 小規模

策略指標	正值	負值	顯著為正(追漲或殺跌)	顯著為負(買低或賣高)
M_0	16	6	14	4
M_1	5	17	3	14
M_2	8	14	5	13
策略指標	正值	負值	顯著為正(追漲)	顯著為負(買低)
M^B_0	14	8	3	1
M^B_1	7	15	1	6
M^B_2	6	16	1	6
策略指標	正值	負值	顯著為正(殺跌)	顯著為負(賣高)
M^S_0	10	12	5	1
M^S_1	4	18	0	4
M^S_2	9	13	2	1

7-B 中規模

策略指標	正值	負值	顯著為正(追漲或殺跌)	顯著為負(買低或賣高)
M_0	19	3	17	2
M_1	7	15	3	12
M_2	8	14	5	11
策略指標	正值	負值	顯著為正(追漲)	顯著為負(買低)
M^B_0	18	4	8	1
M^B_1	9	13	2	7
M^B_2	6	16	1	9
策略指標	正值	負值	顯著為正(殺跌)	顯著為負(賣高)
M^S_0	15	7	1	2
M^S_1	3	19	0	5
M^S_2	11	11	1	6

7-C 大規模

策略指標	正值	負值	顯著為正(追漲或殺跌)	顯著為負(買低或賣高)
M_0	22	0	21	0
M_1	0	22	0	19
M_2	3	19	2	15
策略指標	正值	負值	顯著為正(追漲)	顯著為負(買低)
M^B_0	22	0	12	0
M^B_1	1	21	0	14
M^B_2	2	20	0	17
策略指標	正值	負值	顯著為正(殺跌)	顯著為負(賣高)
M^S_0	20	2	9	0
M^S_1	0	22	0	12
M^S_2	14	8	5	1

2.三年期得獎基金檢測結果

由表 8 得知，在小、中與大規模公司之 M_0 指標分析中，在 22 檔三年期得獎基金，在小、中與大規模公司之 M_0 指標分別有 18、19 與 20 檔基金顯著為正值，由此可知三

年期得獎基金會根據當期個股之報酬傾向追漲殺跌操作策略，且隨著公司規模愈大，基金追漲殺跌的情形愈明顯。本研究進一步分析 M^B_0 (及 M^S_0)之值得知，在小、中與大規模公司之 M^B_0 (及 M^S_0)指標分別有 10(12)、15(9)與 21(16)檔基金顯著為正值；此結果顯示在追漲殺跌策略中，在中與大規模公司三年期得獎基金根據當期報酬採用追漲策略較殺跌策略比例高，但在小規模公司則相反。在小、中與大規模公司之 M_1 指標分析中，在 22 檔三年期得獎基金，在小、中與大規模公司之 M_1 指標分別有 13、18 與 17 檔基金顯著為負值，由此可知三年期得獎基金會根據前一期個股之報酬傾向買低賣高操作策略，且在中與大規模公司，基金的買低賣高情形較明顯。本研究進一步分析 M^B_1 (及 M^S_1)之值得知，在小、中與大規模公司之 M^B_1 (及 M^S_1)指標分別有 6(9)、7(13)與 5(13)檔基金顯著為負值；此結果顯示在買低賣高策略中，在小、中與大規模公司三年期得獎基金根據前一期報酬採用賣高策略較買低策略比例高。在小、中與大規模公司之 M_2 指標分析中，在 22 檔三年期得獎基金，在小、中與大規模公司之 M_2 指標分別有 13、10 與 15 檔基金顯著為負值，由此可知三年期得獎基金會根據前二期個股之報酬傾向買低賣高操作策略，且在大規模公司，基金的買低賣高情形最明顯。本研究進一步分析 M^B_2 (及 M^S_2)之值得知，在小、中與大規模公司之 M^B_2 (及 M^S_2)指標分別有 9(2)、8(4)與 9(5)檔基金顯著為負值；此結果顯示在買低賣高策略中，在小、中與大規模公司三年期得獎基金根據前二期報酬採用買低策略比例較賣高策略比例高。

總之，三年期得獎基金的操作策略，在不同公司規模比較中，可發現無論任何公司規模，基金會根據當期個股之報酬傾向追漲殺跌操作策略，且根據前一與前二期個股之報酬基金傾向買低賣高操作策略，在大規模公司都有較高的追漲殺跌與買低賣高的傾向，且其中又以追漲較為明顯。

表 8 三年期得獎基金針對不同公司規模檢測結果

8-A 小規模

策略指標	正值	負值	顯著為正(追漲或殺跌)	顯著為負(買低或賣高)
M_0	20	2	18	1
M_1	3	19	2	13
M_2	5	17	5	13
策略指標	正值	負值	顯著為正(追漲)	顯著為負(買低)
M^B_0	20	2	10	0
M^B_1	6	16	0	6
M^B_2	5	17	0	9
策略指標	正值	負值	顯著為正(殺跌)	顯著為負(賣高)
M^S_0	19	3	12	0
M^S_1	3	19	0	9
M^S_2	6	16	0	2

8-B 中規模

策略指標	正值	負值	顯著為正(追漲或殺跌)	顯著為負(買低或賣高)
M_0	21	1	19	0
M_1	2	20	1	18
M_2	6	16	3	10
策略指標	正值	負值	顯著為正(追漲)	顯著為負(買低)
M^B_0	22	0	15	0
M^B_1	6	16	1	7
M^B_2	7	15	0	8
策略指標	正值	負值	顯著為正(殺跌)	顯著為負(賣高)
M^S_0	20	1	9	0
M^S_1	1	21	0	13
M^S_2	3	19	1	4

8-C 大規模

策略指標	正值	負值	顯著為正(追漲或殺跌)	顯著為負(買低或賣高)
M_0	22	0	20	0
M_1	3	19	2	17
M_2	5	17	1	15
策略指標	正值	負值	顯著為正(追漲)	顯著為負(買低)
M^B_0	22	0	21	0
M^B_1	8	14	1	5
M^B_2	6	16	0	9
策略指標	正值	負值	顯著為正(殺跌)	顯著為負(賣高)
M^S_0	22	0	16	0
M^S_1	2	20	0	13
M^S_2	4	18	0	5

3.五年期得獎基金檢測結果

由表 9 得知，在小、中與大規模公司之 M_0 指標分析中，在 16 檔五年期得獎基金，在小、中與大規模公司之 M_0 指標分別有 15、16 與 16 檔基金顯著為正值，由此可知五年期得獎基金會根據當期個股之報酬傾向追漲殺跌操作策略，且隨著公司規模愈大，基金追漲殺跌的情形愈明顯。本研究進一步分析 M^{B_0} (及 M^{S_0})之值得知，在小、中與大規模公司之 M^{B_0} (及 M^{S_0})指標分別有 10(8)、13(10)與 14(12)檔基金顯著為正值；此結果顯示在追漲殺跌策略中，在小、中與大規模公司五年期得獎基金根據當期報酬採用追漲策略較殺跌策略比例稍高。在小、中與大規模公司之 M_1 指標分析中，在 16 檔五年期得獎基金，在小、中與大規模公司之 M_1 指標分別有 12、12 與 14 檔基金顯著為負值，由此可知五年期得獎基金會根據前一期個股之報酬傾向買低賣高操作策略，且隨著公司規模愈大，基金的買低賣高情形愈明顯。本研究進一步分析 M^{B_1} (及 M^{S_1})之值得知，在小、中與大規模公司之 M^{B_1} (及 M^{S_1})指標分別有 3(9)、1(7)與 4(12)檔基金顯著為負值；此結果顯示在買低賣高策略中，在小、中與大規模公司五年期得獎基金根據前一期報酬採用賣高策略較買低策略比例高。在小、中與大規模公司之 M_2 指標分析中，在 16 檔五年期得獎基金，在小、中與大規模公司之 M_2 指標分別有 8、9 與 12 檔基金顯著為負值，由此可知五年期得獎基金會根據前二期個股之報酬傾向買低賣高操作策略，且隨著公司規模愈大，基金的買低賣高情形愈明顯。本研究進一步分析 M^{B_2} (及 M^{S_2})之值得知，在小、中與大規模公司之 M^{B_2} (及 M^{S_2})指標分別有 6(1)、5(3)與 5(6)檔基金顯著為負值；此結果顯示在買低賣高策略中，在小規模公司五年期得獎基金根據前二期報酬採用買低策略較賣高策略比例高，但在中與大規模公司五年期得獎基金根據前二期報酬採用賣高策略與買低策略比例相當。

總之，五年期得獎基金的操作策略，在不同公司規模比較中，可發現無論任何公司規模，基金會根據當期個股之報酬傾向追漲殺跌操作策略，且根據前一與前二期個股之報酬傾向買低賣高操作策略，在大規模公司都有較高的追漲殺跌與買低賣高的傾向，且其中又以追漲與賣高策略更為明顯。

表 9 五年期得獎基金針對不同公司規模檢測結果

9-A 小規模

策略指標	正值	負值	顯著為正(追漲或殺跌)	顯著為負(買低或賣高)
M_0	15	1	15	0
M_1	2	14	0	12
M_2	7	9	6	8
策略指標	正值	負值	顯著為正(追漲)	顯著為負(買低)
M^B_0	15	1	10	0
M^B_1	11	5	0	3
M^B_2	2	14	0	6
策略指標	正值	負值	顯著為正(殺跌)	顯著為負(賣高)
M^S_0	15	1	8	0
M^S_1	2	14	0	9
M^S_2	6	10	2	1

9-B 中規模

策略指標	正值	負值	顯著為正(追漲或殺跌)	顯著為負(買低或賣高)
M_0	16	0	16	0
M_1	1	15	1	12
M_2	3	13	1	9
策略指標	正值	負值	顯著為正(追漲)	顯著為負(買低)
M^B_0	16	0	13	0
M^B_1	8	8	0	1
M^B_2	6	10	0	5
策略指標	正值	負值	顯著為正(殺跌)	顯著為負(賣高)
M^S_0	16	0	10	0
M^S_1	1	15	0	7
M^S_2	2	14	1	3

9-C 大規模

策略指標	正值	負值	顯著為正(追漲或殺跌)	顯著為負(買低或賣高)
M_0	16	0	16	0
M_1	0	16	0	14
M_2	1	15	1	12
策略指標	正值	負值	顯著為正(追漲)	顯著為負(買低)
M^B_0	16	0	14	0
M^B_1	6	10	0	4
M^B_2	3	13	0	5
策略指標	正值	負值	顯著為正(殺跌)	顯著為負(賣高)
M^S_0	16	0	12	0
M^S_1	0	16	0	12
M^S_2	2	14	0	6

由表7~9的結果顯示：一、三與五年期得獎基金都對不同公司規模當季個股報酬率，同時採用追漲殺跌之操作策略，其中在中與大規模採取追漲策略比例較高，在小規模採取追漲與殺跌策略比例相當；且一、三與五年期得獎基金都傾向對不同公司規模前一季與前二季個股報酬率，比較傾向採用買低賣高之操作策略，其中對小規模公司採買低策略比例較高，中與大規模採買低與賣高策略比例相當。另外，在不同年期的得獎基金比較中，本文發現：在對不同公司規模採用追漲殺跌操作策略中，五年期得獎基金，著重在追漲策略；在對不同公司規模採用買低賣高操作策略中，一年期得獎基金，較著重在買低策略。

(三)針對不同類股之檢測結果

本文將傑出基金所投資之個股依其產業類別分類為傳產類股、金融類股與電子類股等三大類股，並進一步分析基金是否會對不同類股有不同的操作策略。本文將各傑出基金所投資之電子類股、金融類股與傳產類股之持股比率統計結果列於表10。傑出基金所投資之類股以電子類股為最大投資標的，其持股比率約為46.01%，其次為傳產類股，其持股比率約為31.93%，最後為金融類股，其持股比率約為6.17%。

表10 傑出基金對於不同類股之持股比率

	基金名稱	傳產類股	金融類股	電子類股	總和
年 期	新光競臻笠(2003)	37.16%	14.20%	35.37%	86.73%
	元大巴菲特(2003)	49.09%	5.23%	28.32%	82.64%
	凱基先進(2004)	20.45%	2.37%	37.54%	60.36%
	國泰中小(2004)	27.06%	5.67%	46.94%	79.67%
	元大卓越(2004)	46.86%	1.43%	31.14%	79.43%
	凱基開創(2004)	17.06%	0.00%	76.33%	93.39%
	國泰科技生化(2005)	21.43%	5.29%	61.04%	87.76%
	國泰中小(2005)	25.45%	4.67%	57.58%	87.70%
	國泰大中華(2005)	44.58%	6.73%	33.66%	84.97%
	金復華金復華(2005)	27.48%	7.03%	47.10%	81.61%
年 期	大華高科技(2006)	29.68%	11.37%	49.83%	90.88%
	華頓中小(2006)	30.90%	4.45%	51.23%	86.58%
	保德信高成長(2006)	32.09%	15.14%	41.02%	88.25%
	日盛上選(2006)	10.89%	6.80%	54.82%	72.51%
	德信數位時代(2007)	33.23%	3.91%	46.60%	83.74%
	建弘小型精選(2007)	40.18%	0.00%	47.79%	87.97%
	德信大發(2007)	29.36%	7.38%	58.64%	95.38%
	大華大華(2007)	86.26%	5.11%	0.00%	91.37%
	統一奔騰(2008)	32.45%	0.00%	54.41%	86.86%
	大華中小(2008)	76.47%	5.56%	8.53%	90.56%
	安泰高股息(2008)	52.56%	2.60%	22.12%	77.28%
	統一大滿貫(2008)	33.49%	0.00%	50.82%	84.31%
	平均	36.55%	5.22%	42.77%	84.54 %

	統一統信(2003)	38.31%	1.12%	40.02%	79.45%
	建弘電子(2004)	21.84%	4.58%	45.63%	72.05%
	倍立磐石(2004)	34.14%	3.75%	32.95%	70.84%
	新光台灣富貴(2004)	44.06%	3.57%	30.54%	78.17%
三	復華數位經濟(2005)	14.88%	12.03%	65.05%	91.96%
	國泰中小(2005)	24.15%	5.67%	64.68%	94.50%
	元大多多(2005)	17.31%	6.17%	67.25%	90.73%
	日盛精選五虎(2005)	52.94%	24.48%	5.41%	82.83%
	盛華高科技(2006)	27.50%	7.74%	51.51%	86.75%
年	國泰中小(2006)	24.85%	5.76%	46.94%	77.55%
	元大多福(2006)	33.83%	2.95%	46.49%	83.27%
	元大經貿(2006)	22.45%	1.36%	51.84%	75.65%
	群益創新科技(2007)	13.41%	0.00%	70.05%	83.46%
期	華頓中小(2007)	20.55%	0.00%	57.70%	78.25%
	保德信高成長(2007)	28.40%	2.93%	51.09%	82.42%
	保德信台商全方位(2007)	22.49%	5.86%	46.07%	74.42%
	盛華高科技(2008)	27.91%	5.95%	48.13%	81.99%
	大華中小(2008)	19.48%	14.68%	56.38%	90.54%
	保德信高成長(2008)	32.09%	15.14%	41.02%	88.25%
	元大多福(2008)	37.17%	7.80%	37.85%	82.82%
	永豐中小(2009)	48.11%	6.88%	31.54%	86.53%
	永豐永豐(2009)	50.39%	4.05%	33.25%	87.69%
	平均	29.83%	6.48%	46.43%	82.73%
	新光台灣富貴(2003)	40.23%	12.14%	35.05%	87.42%
	國際電子(2004)	7.90%	3.28%	76.91%	88.09%
	新光國家建設(2004)	13.36%	2.24%	63.39%	78.99%
五	統一統信(2005)	47.02%	0.25%	46.02%	93.29%
	建弘電子(2006)	15.17%	5.55%	58.4%	79.12%
	保誠中小(2006)	23.74%	1.74%	56.38%	81.86%
	日盛上選(2006)	44.32%	8.88%	46.28%	99.48%
	盛華高科技(2007)	9.76%	4.74%	73.95%	88.45%
年	國泰中小(2007)	24.51%	5.76%	64.68%	94.95%
	日盛精選五虎(2007)	27.65%	27.21%	22.14%	77.00%
	盛華高科技(2008)	23.24%	7.74%	51.51%	82.49%
	國泰中小(2008)	24.85%	5.76%	46.94%	77.55%
期	元大多福(2008)	33.83%	2.95%	46.49%	83.27%
	復華數位經濟(2009)	37.21%	10.28%	40.35%	87.84%
	永豐中小(2009)	42.59%	3.96%	33.25%	79.80%
	元大新主流(2009)	40.75%	10.26%	34.89%	85.90%
	平均	28.51%	7.05%	49.79%	85.34%
	總平均	31.93%	6.17%	46.01%	84.10%

1.一年期得獎基金針對不同類股之操作策略

由表 11 得知，在各類股之 M_0 指標分析中，在 22 檔一年期得獎基金，在傳產類、金融類與電子類股之 M_0 指標分別有 19、9 與 21 檔基金顯著為正值，由此可知一年期得獎基金會根據當期個股之報酬傾向追漲殺跌操作策略，且在電子類股中，基金追漲殺跌

的情形最明顯。本研究進一步分析 M^B_0 (及 M^S_0)之值得知，在傳產類、金融類與電子類股之 M^B_0 (及 M^S_0)指標分別有 10(7)、2(4)與 10(11) 檔基金顯著為正值；此結果顯示在追漲殺跌策略中，在金融類與電子類股，一年期得獎基金根據當期報酬採用殺跌策略較追漲策略比例稍高，但在傳產類股則相反。在各類股之 M_1 指標分析中，在 22 檔一年期得獎基金，在傳產類、金融類與電子類股之 M_1 指標分別有 16、11 與 19 檔基金顯著為負值，由此可知一年期得獎基金會根據前一期個股之報酬傾向買低賣高操作策略，且在電子類股中，基金買低賣高的情形最明顯。本研究進一步分析 M^B_1 (及 M^S_1)之值得知，在傳產類、金融類與電子類股之 M^B_1 (及 M^S_1)指標分別有 8(9)、3(4)與 16(9) 檔基金顯著為負值；此結果顯示在買低賣高策略中，在電子類股一年期得獎基金根據前一期報酬採用買低策略較賣高策略比例高，但在傳產類與金融類股，則採買低策略與賣高策略比例相當。在各類股之 M_2 指標分析中，在 22 檔一年期得獎基金，在傳產類、金融類與電子類股之 M_2 指標分別有 14、7 與 12 檔基金顯著為負值，由此可知一年期得獎基金會根據前二期個股之報酬傾向買低賣高操作策略，且在傳產類股中，基金買低賣高的情形最明顯。本研究進一步分析 M^B_2 (及 M^S_2)之值得知，在傳產類、金融類與電子類股之 M^B_2 (及 M^S_2)指標分別有 13(5)、3(1)與 13(1) 檔基金顯著為負值；此結果顯示在買低賣高策略中，傳產類、金融類與電子類股一年期得獎基金根據前二期報酬採用買低策略比例較賣高策略比例高。

總之，一年期得獎基金的操作策略，在不同類股比較中，可發現無論是在傳產類、金融類與電子類股，基金會根據當期個股之報酬傾向追漲殺跌操作策略，且根據前一與前二期個股之報酬傾向買低賣高操作策略，在傳產類與電子類股都有較高的追漲殺跌與買低賣高的傾向，且其中又以買低策略較為明顯。

表 11 一年期得獎基金針對不同類股之操作策略

11-A 傳產股

策略指標	正值	負值	顯著為正(追漲或殺跌)	顯著為負(買低或賣高)
M_0	22	0	19	0
M_1	3	19	2	16
M_2	1	21	1	14
策略指標	正值	負值	顯著為正(追漲)	顯著為負(買低)
M^B_0	20	2	10	0
M^B_1	4	18	0	8
M^B_2	1	21	1	13
策略指標	正值	負值	顯著為正(殺跌)	顯著為負(賣高)
M^S_0	20	2	7	0
M^S_1	1	21	0	9
M^S_2	11	11	3	5

11-B 金融股

策略指標	正值	負值	顯著為正(追漲或殺跌)	顯著為負(買低或賣高)
M_0	21	1	9	1
M_1	3	19	1	11
M_2	4	18	3	7
策略指標	正值	負值	顯著為正(追漲)	顯著為負(買低)
M^B_0	20	2	2	0
M^B_1	0	22	0	3
M^B_2	1	21	0	3
策略指標	正值	負值	顯著為正(殺跌)	顯著為負(賣高)
M^S_0	21	1	4	0
M^S_1	1	21	0	4
M^S_2	6	16	4	1

11-C 電子股

策略指標	正值	負值	顯著為正(追漲或殺跌)	顯著為負(買低或賣高)
M_0	22	0	21	0
M_1	0	22	0	19
M_2	7	15	3	12
策略指標	正值	負值	顯著為正(追漲)	顯著為負(買低)
M^B_0	22	0	10	0
M^B_1	1	21	0	16
M^B_2	1	21	1	13
策略指標	正值	負值	顯著為正(殺跌)	顯著為負(賣高)
M^S_0	21	1	11	0
M^S_1	1	21	0	9
M^S_2	15	7	6	1

2.三年期得獎基金不同針對類股之操作策略

由表 12 得知，在各類股之 M_0 指標分析中，在 22 檔三年期得獎基金，在傳產類、金融類與電子類股之 M_0 指標分別有 22、16 與 22 檔基金顯著為正值，由此可知三年期得獎基金會根據當期個股之報酬傾向追漲殺跌操作策略，且在傳產類與電子類股中，基金追漲殺跌的情形最明顯。本研究進一步分析 M^B_0 (及 M^S_0)之值得知，在傳產類、金融類與電子類股之 M^B_0 (及 M^S_0)指標分別有 16(9)、10(7)與 18(14)檔基金顯著為正值；此結果顯示在追漲殺跌策略中，在傳產類、金融類與電子類股，三年期得獎基金根據當期報酬採用追漲策略較殺跌策略比例高。在各類股之 M_1 指標分析中，在 22 檔三年期得獎基金，在傳產類、金融類與電子類股之 M_1 指標分別有 16、16 與 17 檔基金顯著為負值，由此可知三年期得獎基金會根據前一期個股之報酬傾向買低賣高操作策略，且傳產類與在電子類股中，基金買低賣高的情形最明顯。本研究進一步分析 M^B_1 (及 M^S_1)之值得知，在傳產類、金融類與電子類股之 M^B_1 (及 M^S_1)指標分別有 6(17)、7(5)與 5(13)檔基金顯著為負值；此結果顯示在買低賣高策略中，在傳產類與電子類股三年期得獎基金會根據前一期報酬採用策略賣高較買低策略比例高，但在金融類股，則採買低與賣高策略比例相當。在各類股之 M_2 指標分析中，在 22 檔三年期得獎基金，在傳產類、金融類與電子類股之 M_2 指標分別有 15、12 與 15 檔基金顯著為負值，由此可知三年期得獎基金會根據前二期個股之報酬傾向買低賣高操作策略，且在傳產類與電子類股中，基金買低賣高的情形最明顯。本研究進一步分析 M^B_2 (及 M^S_2)之值得知，在傳產類、金融類與電子類股之 M^B_2 (及 M^S_2)指標分別有 10(6)、6(0)與 7(4)檔基金顯著為負值；此結果顯示在買低賣高策略中，傳產類、金融類與電子類股，三年期得獎基金根據前二期報酬採用買低策略較賣高策略比例高。

總之，三年期得獎基金的操作策略，在不同類股比較中，可發現無論是在傳產類、金融類與電子類股，基金會根據當期個股之報酬傾向追漲殺跌操作策略，且根據前一與前二期個股之報酬傾向買低賣高操作策略，在傳產類與電子類股都有較高的追漲殺跌與買低賣高的傾向，且其中又以追漲策略較為明顯。

表 12 三年期得獎基金針對不同類股之操作策略

12-A 傳產股

策略指標	正值	負值	顯著為正(追漲或殺跌)	顯著為負(買低或賣高)
M_0	22	0	22	0
M_1	3	19	0	16
M_2	5	17	3	15
策略指標	正值	負值	顯著為正(追漲)	顯著為負(買低)
M^B_0	22	0	16	0
M^B_1	11	11	0	6
M^B_2	4	18	0	10
策略指標	正值	負值	顯著為正(殺跌)	顯著為負(賣高)
M^S_0	19	3	9	0
M^S_1	0	22	0	17
M^S_2	4	18	3	6

12-B 金融股

策略指標	正值	負值	顯著為正(追漲或殺跌)	顯著為負(買低或賣高)
M_0	21	1	16	0
M_1	1	21	0	16
M_2	5	17	1	12
策略指標	正值	負值	顯著為正(追漲)	顯著為負(買低)
M^B_0	19	3	10	0
M^B_1	6	16	1	7
M^B_2	3	19	1	6
策略指標	正值	負值	顯著為正(殺跌)	顯著為負(賣高)
M^S_0	22	0	7	0
M^S_1	0	22	0	5
M^S_2	8	14	1	0

12-C 電子股

策略指標	正值	負值	顯著為正(追漲或殺跌)	顯著為負(買低或賣高)
M_0	22	0	22	0
M_1	2	20	2	17
M_2	3	19	1	15
策略指標	正值	負值	顯著為正(追漲)	顯著為負(買低)
M^B_0	22	0	18	0
M^B_1	8	14	1	5
M^B_2	5	17	0	7
策略指標	正值	負值	顯著為正(殺跌)	顯著為負(賣高)
M^S_0	21	1	14	0
M^S_1	0	22	0	13
M^S_2	5	17	0	4

3.五年期得獎基金不同針對類股之操作策略

由表 13 得知，在各類股之 M_0 指標分析中，在 16 檔五年期得獎基金，在傳產類、金融類與電子類股之 M_0 指標分別有 15、11 與 16 檔基金顯著為正值，由此可知五年期得獎基金會根據當期個股之報酬傾向追漲殺跌操作策略，且在傳產類與電子類股中，基

金追漲殺跌的情形最明顯。本研究進一步分析 M^B_0 (及 M^S_0)之值得知，在傳產類、金融類與電子類股之 M^B_0 (及 M^S_0)指標分別有 13(9)、10(9)與 16(13) 檔基金顯著為正值；此結果顯示在追漲殺跌策略中，在傳產類股五年期得獎基金根據當期報酬採用追漲策略較殺跌策略比例高，但在金融類與電子類股，則採追漲策略與殺低策略比例相同。在各類股之 M_1 指標分析中，在 16 檔五年期得獎基金，在傳產類、金融類與電子類股之 M_1 指標分別有 11、10 與 16 檔基金顯著為負值，由此可知五年期得獎基金會根據前一期個股之報酬傾向買低賣高操作策略，且在電子類股中，基金買低賣高的情形最明顯。本研究進一步分析 M^B_1 (及 M^S_1)之值得知，在傳產類、金融類與電子類股之 M^B_1 (及 M^S_1)指標分別有 3(8)、5(8)與 4(9) 檔基金顯著為負值；此結果顯示在買低賣高策略中，在傳產類、金融類與電子類股五年期得獎基金根據前一期報酬採用策略賣高策略較買低策略比例高。在各類股之 M_2 指標分析中，在 16 檔五年期得獎基金，在傳產類、金融類與電子類股之 M_2 指標分別有 9、11 與 12 檔基金顯著為負值，由此可知五年期得獎基金會根據前二期個股之報酬傾向買低賣高操作策略，且在電子類股中，基金買低賣高的情形最明顯。本研究進一步分析 M^B_2 (及 M^S_2)之值得知，在傳產類、金融類與電子類股之 M^B_2 (及 M^S_2) 指標分別有 5(3)、8(1)與 5(4) 檔基金顯著為負值；此結果顯示在買低賣高策略中，傳產類與金融類股五年期得獎基金根據前二期報酬採用買低策略較賣高策略比例高，但在電子類股，則採買低與賣高策略比例相當。

總之，五年期得獎基金的操作策略，在不同類股比較中，可發現無論是在傳產類、金融類與電子類股，基金會根據當期個股之報酬傾向追漲殺跌操作策略，且根據前一與前二期個股之報酬傾向買低賣高操作策略，在傳產類股有較高的追漲殺跌傾向，且其中又以追漲策略較為明顯，在電子類股有較高的買低賣高的傾向，且其中又以賣高策略較為明顯。

表 13 五年期得獎基金針對不同類股之操作策略

13-A 傳產股

策略指標	正值	負值	顯著為正(追漲或殺跌)	顯著為負(買低或賣高)
M_0	16	0	15	0
M_1	1	15	0	11
M_2	3	13	1	9
策略指標	正值	負值	顯著為正(追漲)	顯著為負(買低)
M^B_0	16	0	13	0
M^B_1	7	9	2	3
M^B_2	4	12	1	5
策略指標	正值	負值	顯著為正(殺跌)	顯著為負(賣高)
M^S_0	16	0	9	0
M^S_1	1	15	0	8
M^S_2	2	14	0	3

13-B 金融股

策略指標	正值	負值	顯著為正(追漲或殺跌)	顯著為負(買低或賣高)
M_0	14	2	11	2
M_1	3	13	2	10
M_2	5	11	2	11
策略指標	正值	負值	顯著為正(追漲)	顯著為負(買低)
M^B_0	13	3	10	0
M^B_1	9	7	0	5
M^B_2	2	14	0	8
策略指標	正值	負值	顯著為正(殺跌)	顯著為負(賣高)
M^S_0	12	4	9	0
M^S_1	2	14	1	8
M^S_2	4	10	2	1

13-C 電子股

策略指標	正值	負值	顯著為正(追漲或殺跌)	顯著為負(買低或賣高)
M_0	16	0	16	0
M_1	0	16	0	16
M_2	1	15	1	12
策略指標	正值	負值	顯著為正(追漲)	顯著為負(買低)
M^B_0	16	0	16	0
M^B_1	5	11	0	4
M^B_2	4	12	0	5
策略指標	正值	負值	顯著為正(殺跌)	顯著為負(賣高)
M^S_0	16	0	13	0
M^S_1	1	15	0	9
M^S_2	2	14	0	4

由表 11~13 的結果顯示：一、三與五年期得獎基金都對不同產業類股當季個股報酬率，同時採用追漲殺跌之操作策略，其中在金融類與電子類股，則採追漲策略與殺低策略比例相當，在傳產類採取追漲策略比例較高；且一、三與五年期得獎基金都傾向對不同產業類股前一季與前二季個股報酬率，比較傾向採用買低賣高之操作策略，其中在金融類股採取買低策略比例較高。另外，在不同年期的得獎基金比較中，本文發現：在採用追漲殺跌操作策略中，三年期得獎基金，著重在追漲策略；在採用買低賣高操作策略中，一年期得獎基金，較著重在買低策略。

二、基金操作策略與績效之關係

此節將探討傑出基金所採取之操作策略是否與基金績效有密切關係，本文將分別衡量基金當期(M_0 、 M^B_0 與 M^S_0)、前一期(M_1 、 M^B_1 與 M^S_1)與前二期(M_2 、 M^B_2 與 M^S_2)採追漲殺跌(或買低賣高)之操作指標與績效衡量指標(GT)之相關程度，本文在進行此相關程度檢定採用 Spearman 等級相關檢定⁵與 t 檢定值⁶。其檢定之結果整理列於表 14。

表 14 所示一年期、三年期與五年期之傑出基金，其 M_0 、 M_1 與 M_2 操作策略與績效衡量指標(GT)之相關係數都至少大於 0.65 以上，且都呈現 1%~10% 的顯著水準，此結果顯示傑出基金當期採追漲殺跌策略以及前一、二期採買低賣高策略皆與當期績效具有密切之關聯性。其中，一與三年期之傑出基金 M_0 、 M_1 與 M_2 操作策略與績效衡量指標(GT)關係值隨著時間拉長，有逐漸下滑之趨勢，此顯示一與三年期傑出基金當期績效與當期追漲殺跌策略最密切；但五年期之傑出基金以 M_1 操作策略與績效衡量指標(GT)關係最為密切，此顯示五年期傑出基金當期績效與前一期買低賣高策略最為密切。

此外，本文更進一步分析正向投資策略(追漲、殺低)與反向投資策略(買低、賣高)與績效之相關性，一年期傑出基金其 (M^B_0, M^S_0) 、 (M^B_1, M^S_1) 與 (M^B_2, M^S_2) 操作策略與績效衡量指標(GT)之相關係數都呈現顯著，因此一年期傑出基金當期之追漲、殺低策略都與當期績效有密切關係，在前一期與前二期之買低、賣高策略與當期績效亦有密切，由此可見，一年期傑出基金追漲、殺低與買低、賣高策略皆與績效有密切關係。三年期傑出基金其 (M^B_0, M^S_0) 、 (M^S_1) 操作策略與績效衡量指標(GT)之相關係數都呈現顯著，因此三年期傑出基金當期之追漲、殺低策略都與當期績效有密切關係，在前一期之賣高策略與當期績效亦有密切關係，由此可見，三年期傑出基金追漲、殺低策略與績效有密切關係，但賣高策略與績效之關係較買低策略密切。五年期傑出基金其 (M^B_0, M^S_0) 、 (M^S_1) 操作策略與績效衡量指標(GT)之相關係數都呈現顯著，因此五年期傑出基金當期之追漲、殺低策略都與當期績效有密切關係，在前一期之賣高策略與當期績效亦有密切關係，由此可見，五年期傑出基金追漲、殺低策略與績效有密切關係，賣高策略與績效之關係較買低策略密切。

總之，一、三、五年期傑出基金當期採追漲殺跌策略以及前一、二期採買低賣高策略皆與當期績效具有密切之關聯性，但三與五年期傑出基金前一、二期買低賣高策略中，賣高策略與績效之關係較買低策略密切。

⁵ 本文以無母數(nonparametric)方法中之 Spearman 等級相關檢定，以分析基金經理人之操作策略與績效

之關連性是否顯著，Spearman 等級相關係數 r_s 的計算公式如下：

$$r_s = 1 - \frac{6 \sum d^2}{n(n^2 - 1)}$$

$d = X_r - Y_r$ ， X_r 為基金策略衡量等級， Y_r 為基金績效衡量等級， n 為 X 與 Y 的對數，當兩變數等級順序完全一致時 $r_s = 1$ ，相反地，當兩變數的等級順序完全相反時 $r_s = -1$ ；因此，當 r_s 不顯著為正時，表示基金績效與基金操作策略之關連性無顯著。

⁶ 本文另以 t 檢定檢測相關係數是否異於零，藉以分析基金經理人之操作策略與績效之關連性。t 檢定在檢測相關係數的計算公式如下： $t = \frac{r\sqrt{n-2}}{\sqrt{1-r^2}}$ ，其中 n 為檢測樣本個數，本文所採用的樣本個數為 28 個(7 年共 28 季)。若檢定 t 值呈現顯著，則表示基金績效與基金操作策略具關連性；反之，則表示無關連性。

表 14 基金操作策略與績效之相關程度之檢定

策略指標		一年期(GT)	三年期(GT)	五年期(GT)
M_0	相關係數	0.910	0.872	0.677
	Spearman 等級相關檢定	(0.0001***)	(0.0001***)	(0.0042**)
	t 檢定	(11.192***)	(9.083***)	(4.690***)
M^B_0	相關係數	0.539	0.667	0.650
	Spearman 等級相關檢定	(0.0421*)	(0.0088**)	(0.0045**)
	t 檢定	(3.263***)	(4.565***)	(4.361***)
M^S_0	相關係數	0.520	0.512	0.572
	Spearman 等級相關檢定	(0.0396*)	(0.0401*)	(0.0139*)
	t 檢定	(3.104***)	(3.039***)	(3.556***)
M_1	相關係數	0.763	0.852	0.733
	Spearman 等級相關檢定	(0.0052**)	(0.0001***)	(0.0042**)
	t 檢定	(6.019***)	(8.298***)	(5.495***)
M^B_1	相關係數	0.695	0.427	0.410
	Spearman 等級相關檢定	(0.0075**)	(-0.0545)	(-0.0588)
	t 檢定	(4.929***)	(2.408***)	(2.292**)
M^S_1	相關係數	0.625	0.61	0.638
	Spearman 等級相關檢定	(0.0218*)	(0.0142*)	(0.0047**)
	t 檢定	(4.082***)	(3.925***)	(4.225***)
M_2	相關係數	0.713	0.654	0.673
	Spearman 等級相關檢定	(0.0117*)	(0.0093**)	(0.0084**)
	t 檢定	(5.185***)	(4.408***)	(4.640***)
M^B_2	相關係數	0.656	0.396	0.375
	Spearman 等級相關檢定	(0.0023**)	(-0.0766)	(-0.0574)
	t 檢定	(4.432***)	(2.199**) (2.062**)	
M^S_2	相關係數	0.652	0.369	0.344
	Spearman 等級相關檢定	(0.0088**)	(-0.0658)	(-0.0872)
	t 檢定	(4.385***)	(2.024**) (1.868*)	

註：Spearman 等級相關檢定括號內為檢定(P 值)；t 檢定括號內為檢定(t 值)，其中***表示於 1% 之顯著水準下，**表示於 5% 之顯著水準下，*表示於 10% 之顯著水準下。

三、傑出與一般基金操作策略討論

經本文的實證結果發現：傑出與一般基金的操作策略有相似與相異之處。在相似之處為傑出與一般基金對於當期(或說短期)的股票的操作策略大都採取動能操作，其因乃根據 Lakonishok et al. (1992)解釋經理人利用長期指標所篩選出的股票，往往要花一段很長的時間才能獲得好的表現，可能基金經理人早已績效太差被解僱，故他們寧可重視

短期指標，跟隨的同業進行短線的追高殺低策略，以獲取短期績效，所以基金經理人在短期較傾向使用動能投資策略。另外 Grinblatt & Titman(1993)研究發現贏家基金會傾向採買前一期價值上升的股票，故存在動能投資效應；以及 Khorana(1996)研究發現輸家基金經理人，經理人被更換機率會增加，為了保住工作飯碗會採取更積極的動能操作策略，皆證實傑出與一般基金的操作策略有相似之處。

在相異之處為傑出基金對於前一、二季的股票傾向採取買低賣高的反向投資策略這是以往基金實證中較少發現的。此外臺灣的傑出基金在相對短期採取追漲殺跌策略，且追漲與殺跌比例相當，同時相對中長期策略亦採買低賣高的投資策略，且對傳產類股採取追漲策略，並對金融類與電子類股採取買低策略。這結果與以往國內相似研究游智賢與姚瑜忠(2000)以全體基金為樣本，實證結果基金為經理人僅採取追漲但不殺跌策略，且對機電類股採取追漲策略之結果有眾多的不同。由此可見國內傑出基金與一般基金經理人在操作策略與操作標的股票確實存在許多差異。

伍 結論與建議

本文主要研究目的乃探討台灣金鑽獎傑出基金之操作策略及其操作策略與績效表現之關係，經本文實證結果歸納以下三點結論：

首先，大部分傑出基金傾向對當季個股報酬率，同時採用追漲殺跌之操作策略，且追漲與殺跌比例相當；對前一季與前二季個股報酬率，比較傾向採用買低賣高之操作策略，尤其對前一季(前二季) 個股報酬率採用賣高(買低)操作策略的比例較高；另外，一年期得獎基金，較著重在買低策略，三與五年期得獎基金，則較著重在賣高策略。此結果顯示傑出基金經理人對較近期個股報酬率，採取追漲殺跌之操作策略與以往大部分對所有共同基金作驗證之文獻如：Grinblatt et al.(1995)、Dennis & Strickland(2002)、游智賢與姚瑜忠(2000)與楊淑玲、陳獻儀與游智賢(2006)所得到的結果相似；但以往游智賢與姚瑜忠(2000)發現大部分的基金採追漲但不殺跌，本文實證卻發現大部分傑出基金不僅追漲也殺跌，或許這正是傑出基金經理人比一般基金經理人優秀之處，對於近期報酬為贏家之股票勇於追價，且輸家之股票也勇於殺出，這樣才能使績效報酬優於同業基金。此外，本文實證發現大部分傑出基金傾向對前一季與前二季個股報酬率，比較傾向採用買低賣高之操作策略，此發現為以往實證鮮少被提到，或許是傑出基金之所以優秀的另一原因；另外，短期(一年期得獎)表現較優異基金與中長期(三與五年期得獎)表現較突出基金，在採用買低賣高操作策略各有特色。

第二，傑出基金都對不同公司規模與產業當季個股報酬率，同時採用追漲殺跌之操作策略，其中在中、大規模公司與傳產類股採取追漲策略比例較高；且對不同公司規模與產業前一季與前二季個股報酬率，比較傾向採用買低賣高之操作策略，其中在金融類與電子類股採取買低策略比例較高。此結果顯示傑出基金在採取追漲殺跌的標的亦與以往研究發現有相異之處，如：Lakonishok et al.(1992)發現殺跌策略容易出現在小型股，Gorman(2003)亦發現基金容易在在小型股採動能操作；游智賢與姚瑜忠(2000)發現追漲

標的大部分集中在機電類股；另外，傑出基金經理人對金融類與電子類股採前一季與前二季個股報酬率傾向採取買低策略。由此可知：傑出基金與一般基金經理人在追漲殺跌或買低賣高的標的物有所不同。

最後，傑出基金當期採追漲殺跌策略以及前一、二期採買低賣高策略皆與當期績效具有密切之關聯性；且三與五年期傑出基金，在賣高策略與績效之關係較買低策略密切。此結果顯示傑出基金不論採取採追漲殺跌或買低賣高策略皆與當期績效具密切關聯性，此與 Grinblatt et al.(1995)發現追漲殺跌策略與基金績效之間關連性極高之結果相同。

經本文驗證結果發現：傑出基金與一般基金經理人在操作策略與操作標的股票確實存在許多差異，或許這正是傑出基金的績效能優於一般基金的原因之一。傑出基金對於相對短期的操作策略以動能策略為主，但相對較長期的操作策略則以反向投資策略為主，而以往研究發現，一般認為中短期的投資以動能策略為佳，如：Chan et al.(1996)、Rouwenhorst(1998)、Connolly & Stivers(2003)，長期則以反向策略為佳，如：Chan(1988)、Fama & French(1988)之研究結論相似。

本文主要研究貢獻具有兩點，在學術上，得獎基金通常對於投資人在投資基金上具有資訊內涵效應，且對於其他基金經理人因彼此的從眾行為，處於的領導地位可能是績效較落後或經驗較不足的基金經理人欲模仿對象，因此本文對得獎傑出基金操作策略之探討具有必要性，且本文相較於以往以全體基金為樣本所實證出之結果存在許多的差異，更顯實證的重要性，且此實證議題具有新意。在實務上，經本文驗證結果讓投資人、實務業者與政府相關單位明瞭傑出基金在不同時期所採取的操作策略與所操作的股票具有異質性，此驗證提供實務界一個重要的投資參考依據。因此本文的研究主題不但具有創新性亦具實務性，且對我國金融市場尤具意義。

此外，本文利用近期傑出基金的研究結果，與以往研究以全體基金當樣本的研究結果相互比較，或許不見得客觀。若此類研究要符合事實，必須要將同時期的這兩類基金進行相互比較，這樣才能合理客觀判斷出傑出與全體基金是否有操作策略上的差異，此建議提供後續研究者參考。

參考文獻

- 林灼榮、徐啓升，2010，「台灣共同基金績效持續性之檢定：多構面績效指標之比較」，管理與系統，17卷1期，頁27-47。
- 游智賢、姚瑜忠，2000，「台灣共同基金操作策略之研究」，財務金融學刊，8卷2期，頁49-76。
- 楊淑玲、陳獻儀、游智賢，2006，「交易強度、機構持股與機構投資人之交易行為」，財務金融學刊，14期1卷，頁41-72。
- Badrinath, S. G. and Wahal, S., 2002, "Momentum trading by institutions," *Journal of Finance*, 57(6), 2449-2478.

- Banerjee, A., 1992, "A simple model of herd behavior," *American Economic Review*, 88(4), 724-748.
- Benson, K. L., Gallagher, D. R., and Teodorowski, P., 2007, "Momentum investing and the asset allocation decision," *Accounting and Finance*, 57(4), 571-598.
- Chan, K. C., 1988, "On the contrarian strategy," *Journal of Business*, 61(2), 147-163.
- Chan, L. K. C., Jegadeesh, N., and Lakonishok, J., 1996, "Momentum strategies," *Journal of Finance*, 51(4), 1681-1712.
- 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(3), 343-368.
- Chou, P. H., Wei, K. C. J., and Chung, H., 2007, "Sources of contrarian profits in the Japanese stock market," *Journal of Empirical Finance*, 14(3), 261-286.
- Connolly, R. and Stivers, C., 2003, "Momentum and reversals in equity-index returns during periods of abnormal turnover and return dispersion," *Journal of Finance*, 58(4), 1521-1555.
- Conrad, J. and Kaul, G., 1998, "An anatomy of trading strategies," *Review of Financial Studies*, 11(3), 489-519.
- DeBondt, W. F. M. and Thaler, R., 1985, "Does the stock market overreact," *Journal of Finance*, 40(3), 793-905.
- Dennis, P. J. and Strickland, D., 2002, "Who blinks in volatile markets, individuals or institutions," *Journal of Finance*, 57(5), 1923-1949.
- Falkenstein, E. G., 1996, "Preferences for stock characteristics as revealed by mutual fund portfolio holdings," *Journal of Finance*, 51(1), 111-135.
- Fama, E. F. and French, K. R., 1988, "Permanent and temporary components of stock prices," *Journal of Political Economy*, 96(2), 246-273.
- Gorman, L., 2003, "Conditional performance, portfolio rebalancing, and momentum of small-cap mutual funds," *Review of Financial Economics*, 12(3), 287-300.
- 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(5), 1088-1105.
- Grinblatt, M. and Titman, S., 1993, "Performance measurement without benchmarks: an examination of mutual fund returns," *Journal of Business*, 66(1), 47-66.
- Jegadeesh, N. and Titman, S., 1993, "Return to buying winners and selling losers: implications for stock market efficiency," *Journal of Finance*, 48(1), 65-91.
- Kamesaka, A., Nofsinger, J. R., and Kawakita, H., 2003, "Investment patterns and performance of investor groups in Japan," *Pacific-Basin Finance Journal*, 11(1), 1-22.
- Kaminsky, G., Lyons, R. K., and Schmukler, S., 2004, "Managers, investors, and crises: mutual fund strategies in emerging markets," *Journal of International Economics*, 64(1),

- 113-134.
- Karolyi, G. A., 2002, "Did the Asian financial crisis scare foreign investors out of Japan," *Pacific-Basin Finance Journal*, 10(4), 411 -442.
- Khorana, A., 1996, "Top management turnover: an empirical investigation of mutual fund managers," *Journal of Financial Economics*, 40(3), 403-427.
- Lai, M. M. and Lau, S. H., 2010, "Evaluating mutual fund performance in an emerging Asian economy: the Malaysian experience," *Journal of Asian Economics*, 21(4), 378-390.
- Lakonishok, J., Shleifer, A., and Vishny, R. W., 1992, "The impact of institutional trading on stock price," *Journal of Financial Economics*, 32(1), 23-43.
- Lo, A. and Mackinlay, C., 1990, "When are contrarian profits due to stock market overreaction," *Review of Financial Studies*, 3(2), 175-205.
- Menkhoff, L. and Schmidt, U., 2005, "The use of trading strategies by fund managers: some first survey evidence," *Applied Economics*, 37(15), 1719-1730.
- Nofsinger, J. and Sias, R. W., 1999, "Herding and feedback trading by institutional and individual investors," *Journal of Finance*, 54(6), 2263-2295.
- Rouwenhorst, K. G., 1998, "International momentum strategies," *Journal of Finance*, 53(1), 267-284.
- Scharfstein, D. and Stein, J., 1990, "Herd behavior and investment," *American Economic Review*, 80(3), 465-479.
- Sias, R. W. and Starks, L. T., 1997, "Return autocorrelation and institutional investors," *Journal of Financial Economics*, 46(1), 103-131.
- Wermers, R., 1999, "Mutual fund trading and the impact on stock prices," *Journal of Finance*, 54(2), 581-622.
- Wermers, R., 2000, "Mutual fund performance: an empirical decomposition into stock-picking talent, style, transactions costs, and expenses," *Journal of Finance*, 55(4), 1655-1695.

附錄

附錄表 1 金鑽獎得獎基金名單⁷

年份	類型	一年期	三年期	五年期
第6屆 (2003)	科技類	na	na	na
	中小型	na	na	na
	一般型	新光競臻笠 元大巴菲特	統一統信	新光台灣富貴
第7屆 (2004)	科技類	凱基先進	建弘電子	國際電子
	中小型	國泰中小	倍立磐石	
	一般型	元大卓越 凱基開創	新光台灣富貴	新光國家建設
第8屆 (2005)	科技類	國泰科技生化	復華數位經濟	na
	中小型	國泰中小	國泰中小	na
	一般型	國泰大中華 金復華金復華	元大多多 日盛精選五虎	統一統信
第9屆 (2006)	科技類	大華高科技	盛華高科技	建弘電子
	中小型	華頓中小	國泰中小	保誠中小
	一般型	保德信高成長 日盛上選	元大多福 元大經貿	日盛上選
第10屆 (2007)	科技類	德信數位時代	群益創新科技	盛華高科技
	中小型	建弘小型精選	華頓中小	國泰中小
	一般型	德信大發 大華大華	保德信高成長 保德信台商全方位	日盛精選五虎
第11屆 (2008)	科技類	統一奔騰	盛華高科技	盛華高科技
	中小型	大華中小	大華中小	國泰中小
	一般型	安泰高股息 統一大滿貫	保德信高成長 元大多福	元大多福
第12屆 (2009)	科技類	na	na	復華數位經濟
	中小型	na	永豐中小	永豐中小
	一般型	na	永豐永豐	元大新主流

資料來源：財團法人台北金融研究發展基金會

⁷ 這些金鑽獎名單經過近年來國內金融業的整併，有些基金已經更名或被合併。以下為變更名單：新光競臻笠改為新光創新科技、凱基先進改為凱基開創、建弘電子改為第一金電子、金復華金復華改為宏利基金、國際電子改為兆豐國際電子、大華高科技改為永豐高科技、建弘小型精選改為第一金小型精選、盛華高科技改為台灣工銀高科技、大華大華改為永豐永豐與大華中小改為永豐中小等十檔基金更名。