

# 以法人研究機構公開預測資訊於交易策略建構之研究

蔡易辰

國立東華大學資訊管理學系

m9939009@ems.ndhu.edu.tw

侯佳利

國立東華大學資訊管理學系

alexhou@mail.ndhu.edu.tw

## 摘要

各種媒體有大量分析資訊，一般投資人因為資訊過量而無所適從。因此本研究將鎖定法人研究機構的公開預測資訊進行實驗，檢驗是否可以依據這些建議進行投資獲取超額報酬。

本研究以個股總市值和個股股價交集選出鴻海與台積電兩個股進行實驗後發現，在收到法人研究機構公開預測資訊配合本研究提出之交易策略、出場規則及信心指標可有效提高本利和獲利，若只對作多資訊進行投資，則獲利與作多作空都作的情況相比，可再提高20到50%，顯示法人研究機構公開預測資訊是有用的。本研究同時發現即使於預測資訊公開前10天即進場者亦未有明顯的超額報酬。

關鍵字：法人研究機構、外資、券商、公開預測資訊、交易策略

# 以法人研究機構公開預測資訊於交易策略建構之研究

## 壹、緒論

近年來，在台灣的股票市場中，由於三大法人有指標效應，引領其他資金流向，因此其動向受到媒體及投資人的矚目。三大法人分別為投信、外資以及自營商。投信主要在募集眾人資金，由專業經理人做有效投資以分散風險並獲取高報酬為目標的專業機構，所募集的金額又稱共同基金，為投資理財工具的一種，像是國泰投信、統一投信等皆為本國投資信託基金公司；外資及陸資依據「華僑及外國人投資證券管理辦法」及「大陸地區投資人來臺從事證券投資及期貨交易管理辦法」辦理登記之合格外國機構投資者在中央銀行的監控下，允許匯入一定的金額進行國內證券的投資，像是高盛、花旗等，皆為外資法人研究機構。自營商自行買賣上市上櫃公司股票及政府債券為主，需自負盈虧風險，並不接受客戶委託業務，亦不得從事信用交易(台灣證券交易所；聯合知識庫)。

根據 92 年中央銀行年報，我國引進僑外資投資國內證券，主要係依據行政院 71 年核定之「引進僑外資投資證券計畫」，採取逐步開放之三階段作法。第一階段由行政院於 72 年 5 月 26 日發布「證券投資信託事業管理規則」，開放證券投資信託公司赴海外募集基金，投資國內證券市場。第二階段於 79 年 12 月 28 日修正公布「華僑及外國人投資證券及其結匯辦法」，開放外國專業投資機構（QFII，Qualified Foreign Institutional Investors）直接投資國內證券市場。第三階段於 85 年 3 月 1 日修正「華僑及外國人投資證券及其結匯辦法」，進一步開放一般境外法人及自然人（GFII，General Foreign Institutional Investors）直接投資國內證券(中央銀行年報 2003)。

影響股價變動的因素有很多，像是戰爭、天災、謠言、產業情況、個別公司、交易制度與費用、法令制度、人為操縱與國內外政治與經濟等，這些因素大致可以分為三大類，分別為非經濟因素、經濟因素、市場內部因素(謝劍平 2009)，投資人的投資意願及信心將會受這些因素影響決定是否投資進而影響股價的變動。

各種媒體有大量分析資訊，一般投資人因為資訊過量而無所適從。因此本研究將鎖定法人研究機構的公開預測資訊進行實驗，檢驗是否可以依據這些建議進行投資獲取超額報酬。本文研究目的如下：

- 一、個人較不容易進行基本面分析與技術面分析，因此本研究利用法人研究機構的分析結果擬定投資策略，探討是否能獲取超額報酬。
- 二、法人研究機構發佈的訊息比較容易得知進場訊號，一般投資人較不易取得出場訊號，因此本研究希望發掘較佳的出場規則，協助投資人建構完整的投資策略。
- 三、提前知道法人研究機構的資訊是否會有超額報酬。

## 貳、文獻探討

### 一、事件研究法

#### (一) 事件研究法

事件研究法主要是用來探討一事件發生的前後對公司、市場、股價的改變以及影響，像是新的會計準則、法令政策、歐洲債務危機等事件是否會影響公司的決策、投資人的投資或是股價的變動，因而產生異常報酬等。事件研究法最早是由 Dolley 在 1933 年提出，他在 1921-1931 年間將美國有發生股票分割(Stock splits)事件的股票作為樣本，發現 95 筆樣本中有 57 筆股價是上漲的，26 筆下跌，12 筆沒有顯著影響(Dolley 1993)。綜觀目前事件研究法的文獻，依據 Brownan 以及 Henderson 在事件研究法的探討上(Brownan 1983; Henderson 1990)，大致上可以分為四大類：

1. 市場效率性研究( Market Effect studies )，這類的研究主要是在評估股票市場是否快速的、不偏的反映某項新資訊。
2. 資訊內涵之研究( Information Content studies )，探討資訊有用性之研究，其目的主要是在評估股價對於某一資訊揭露的反應程度。
3. 解釋異常報酬率研究( Metric Explanation Studies )，主要目的是在進一步瞭解影響異常報酬之因素。
4. 方法論之研究( Methodology Studies )，主要目的在於探討事件研究法之改進，這類研究多以模擬( Simulation )的方式進行。

#### (二) 事件研究法操作方式

依據沈中華和李建然在 2000 年提出的事件研究法步驟(沈中華和李建然 2000)，大致可分為以下四大類：

1. 事件日的確定：欲應用事件研究法的第一步，即確定要研究的事件與資訊。
2. 定義與估計異常報酬率：建立股票報酬率之預期模式以及估計事件發生時個別證券所產生的異常報酬。
3. 異常報酬率之檢定：事件對股價之影響可能有高有低，研究者必須依照其目的，將樣本中的觀察值區分為兩個或兩個以上的子樣本，再進一步計算平均異常報酬率以及累積平均異常報酬率。
4. 分析結果：對於研究目的所建立之假設，進行統計顯著性檢定以及分析。

通常事件研究法必須進行此四步驟，但使用事件研究法進行的實證研究，可能會因為研究目的、事件性質等因素而使每一步驟有所改變。

#### (三) 事件研究法相關文獻

Gemmill 在 1992 年時考察 1987 年英國國會選舉時，倫敦股票和選擇權市場的行為，研究發現民意調查和 FTSE100 股價指數兩者呈現非常緊密的關係 (Gemmill 1992)。

Michael et al. 在 2010 年提出以 1993 年至 2002 年期間，Primark 的亞洲市場資料庫研究香港股票回購以及內部買賣交易數據，研究顯示，回購在長期來看具有正異常報

酬。此外，根據迴歸分析給出兩個假說，分別為現金流量假說以及低估信號假說，當公司因低市價淨值比(MB ration)而被低估回購率的信號，將會有正向的股價報酬(Michael et al. 2010)。

## 二、法人研究機構發佈投資建議之研究

由於資訊不對稱，因此國內許多投資人會參考法人研究機構發佈的投資建議做為決策參考，目前國內外有許多討論法人研究機構的投資建議是否有效的相關文獻，從文獻中可以發現，學者大致分成兩個部分來探討，分別為法人研究機構發佈投資建議對股價與報酬的影響以及法人研究機構發佈資訊日前後是否有異常報酬，其中法人研究機構發佈投資建議對股價的影響可再分成四個細項，分別為個股、評等、目標價以及EPS建議。

在個股建議部分，蔡思怡在2006年時以2005年1月2日至2006年1月25日經濟日報每週日的「本周精選潛力股」專欄的所有股票作為研究對象，並採用Treyner and Mazuy於1966年提出的模型探討分析師推薦股票是否具有選股與擇時的能力。結果發現，全部樣本投資組合在考慮交易成本後，績效不顯著優於大盤。在分析師推薦股票之全部投資組合的績效優於各類股指數投資組合，可知分析師有能力選取各類股中績效較佳個股，但擇時能力方面，分析師無法成功預測市場走向，進而適時調整投資組合(蔡思怡 2006)。

在評等與建議部分，Barber et al. 在2001年提出以1985至1996年間Zacks資料庫研究投資人是否能從分析師的公開建議獲取利潤，結果顯示，若投資人能按照分析師建議迅速調整其投資組合，買進分析師強烈建議的股票，賣出推薦少或是評級不好的股票，將能提高其獲利，若是投資人沒有跟隨分析師每日改變的建議來調整手中持股或是知道建議後太晚改變手中持股，其獲利將會減少(Barber et al. 2001)。

在目標價建議部分，Alone and hehavy在2003年時以1997至1999年間First Call的目標價、評等建議以及盈餘預測資料，研究分析師分析的目標價對市場短期與長期的反應。結果顯示，分析師發佈的目標價格，在市場中具有顯著的反應(Alone and hehavy 2003)。

在EPS建議部分，Cristi et al. 在2012年提出延伸Loh and Mian在2005年研究賣方分析師產出準確的盈餘預測是否也會產出準確的目標價格預測，結果顯示，盈餘預測準確率與目標價格準確率是呈現正相關(Cristi et al. 2012)。

在法人研究機構發佈資訊日前後是否有異常報酬的部分，Palmon et al. 在1994年提出以事件研究法測試關於證券分析師的評論建議刊登於Business Week是否造成異常報酬，結果發現在買入建議情況下，刊物出版前一天，當天和隔天會有異常報酬(Palmon et al. 1994)。

Brad and Douglas在1993年提出以每月一次的Dartboard華爾街日報專欄發表探討分析師建議的二手訊息的影響，發現訊息公佈兩天後平均會有4%正異常報酬(Brad and Douglas 1993)。

## 參、研究方法

### 一、研究流程圖

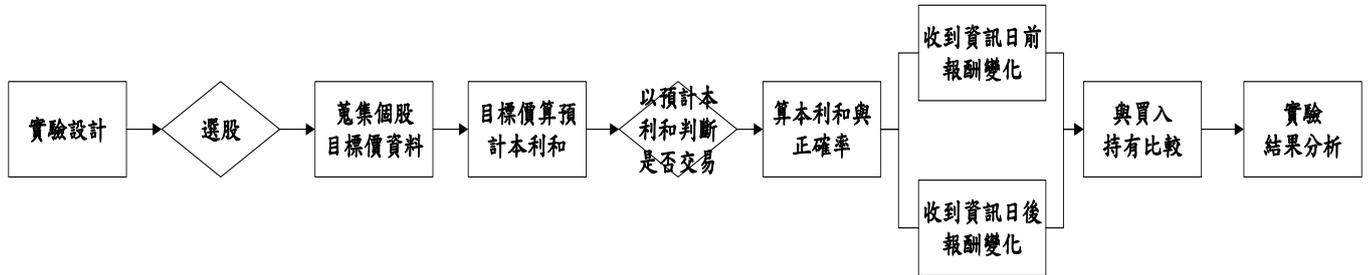


圖 1 研究流程圖

### 二、資料來源

#### (一) 台灣經濟新報(Taiwan Economics Journal, TEJ)

本研究個股開盤與收盤的資料、個股股價排行榜、個股流通在外股數等皆是從台灣經濟新報收集而來。

#### (二) 聯合知識庫 Udndata 線上資料庫

本研究個股目標價資料主要是從聯合知識庫 Udndata 線上資料庫報紙資料(聯合報、經濟日報、聯合晚報、Upaper)收集而來。

### 三、資料蒐集方式

#### (一) 個股選擇

蒐集 2011 年 1 月 3 日年初所有個股未調整開盤價以及個股流通在外股數，並將兩者相乘算出總市值。之後把總市值前 100 名個股與 2009 年至 2011 年 3 年的年初股價最高前 100 名個股相比，觀察是否有交集的個股，如表 1 所示。

$$\text{總市值} = \text{未調整開盤價} * \text{流通在外股數} \quad (1)$$

表 1 2011 年 1 月 3 日市值前一百名個股與股價最高前一百名相比資訊

交集次數	個股資料
3 次	1722 台肥、2308 台達電、2317 鴻海、2354 鴻準、2454 聯發科、2474 可成、2498 宏達電、2707 晶華、3008 大立光、6121 新普、6239 力成、6244 茂迪、8046 南電、9921 巨大
2 次	1301 台塑、1326 台化、2227 裕日車、2353 宏碁、2357 華碩、2448 晶電、2912 統一超、3034 聯詠、3044 健鼎、3189 景碩、3532 台勝科、3673TPK、3697 KY 晨星、6505 台塑化
1 次	2207 和泰、2330 台積電、2395 研華、2412 中華電、2606 裕民、2912 統一超、3045 台灣大、8069 元太

本研究將從表 1 中挑出台積電與鴻海兩家個股進行操作。

## (二) 法人研究機構篩選方式

以「目標價」與「個股名稱」作為關鍵字搜尋，從聯合知識庫中搜尋到的資料，有評斷該個股，且為外資法人研究機構，將會被選取。

## (三) 報紙目標價資料篩選方式

### 1. 預測個股目標價格資訊

以目標價和個股名稱作為關鍵字搜尋，所找到的資料可能有提到個股及目標價的關鍵字，但是卻無該個股明確的目標價格，則本研究將會去除這些訊息資料，只保留有提到明確目標價格的訊息。舉例來說，花旗提高台積電目標價格，但此筆資料並無明確的目標價格，則不予保留。若訊息是花旗給予台積電目標價 70，有明確目標價格，則將會保留這筆資料。

### 2. 去除筆誤校正

新聞報告中偶爾會有打錯字或漏打字的情況發生，舉例來說，在同一天的情況下，A 報提到 K 法人研究機構預估鴻海目標價 120 元，B 報也是提到 K 預估鴻海目標價 120 元，但是 C 報卻是 K 預估鴻海目標價為 12 元，則本研究將會刪除 C 報資料。

### 3. 區間取上限 85-90 取 90

有時報紙訊息會給予目標價區間，例如某法人研究機構給予台積電目標價 85-90，則本研究會取目標價上限 90 作為資料訊息。篩選過後的資料如表 3-2，以台積電為例，上市日至 2011 年 12 月 1 日關鍵字搜尋到的資料數為 1336 筆，但是有法人研究機構明確目標價格資料是從 1999 年 12 月 22 日開始才有，因此從有資料到 2011 年 12 月 1 日這段區間大約 12 年，每年至少 3 筆則每家法人研究機至少要 36 筆資料才會保留該法人研究機構。最後經篩選後的資料數台積電與鴻海分別剩下 547 筆和 559 筆，如表 2 所示。

表 2 個股篩選後資料數

個股	上市日	總資料數	最早消息日	法人研究機構數	篩選後資料數
台積電	1994/9/5	1336	1999/12/22	9 家(巴黎 36 筆、花旗 121 筆、美林 59 筆、高盛 71 筆、瑞信 56 筆、瑞銀 40 筆、德意志 43 筆、摩根士丹利 50 筆、摩根大通 71 筆)	547
鴻海	1991/6/18	1226	2000/9/4	9 家(花旗 102 筆、美林 55 筆、高盛 124 筆、麥格理 40 筆、瑞信 58 筆、瑞銀 49 筆、德意志 36 筆、摩根士丹利 52 筆、摩根大通 43 筆)	559

#### 四、實驗操作方式

本研究實驗操作方式將以圖 2 的交易策略來進行。

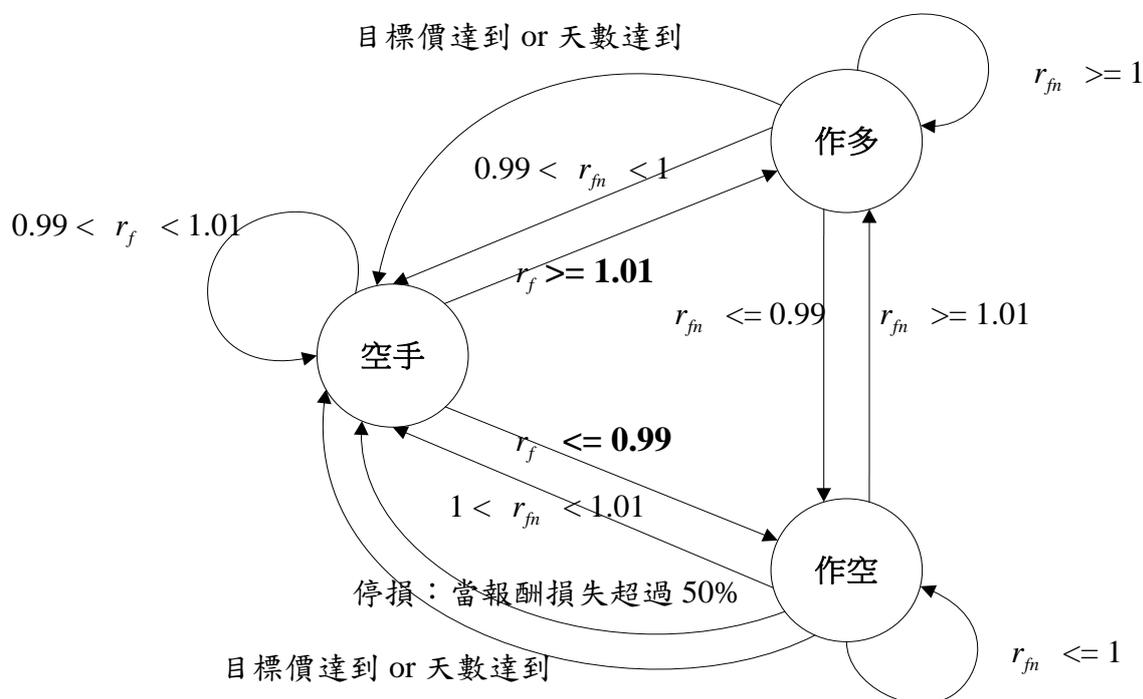


圖 2 交易策略

在還沒收到訊息前為空手，收到訊息後，預計本利和  $r_f$  大於等於 1.01 則進行作多，小於等於 0.99 則進行作空，小於 1.01 大於 0.99 時，持續空手。在作多情況下，新的預計本利和  $r_{fn}$  大於等於 1 時，持續作多，小於 1 大於 0.99 時進行空手，小於等於 0.99 時空手轉作空。在作空情況下，新的預計本利和  $r_{fn}$  小於等於 1 時，持續作空，小於 1.01 大於 1 時進行空手，大於等於 1.01 時空手轉作多。此外空手另外限制停損條件，當報酬損失超過 50 % 則馬上出場轉為空手。圖 2 中天數達到限制是後續實驗天期進出場會加入的出場條件。另外，若是目標價達到，作多及作空也會隨即出場轉為空手。

限制預計本利和小於等於 0.99 則空手轉作空，預計本利和大於等於 1.01 空手轉作多，這是由於交易成本為 0.006，分別為交易稅 0.003 以及手續費 0.001425，而手續費是買入及賣出各算一次，因此交易稅加上手續費約為 0.006，本研究將交易成本 0.006 進位成 0.01，方便實驗的計算及判斷。因此當預計本利和大於等於 1.01，表示扣掉交易成本 0.01 以及本金 1 後，還有額外的報酬，表示未來是有利可圖的，所以作多。反之，當預計本利和小於等於 0.99，表示未來是適合作空的。其中圖 2 中的  $r_f$  為預計本利和， $r_{fn}$  為新的目標價格算出的新預計本利和，公式如下：

$$r_f = \frac{(op - cp)}{cp} + 1 - (tc) \quad (2)$$

$$r_{fn} = \frac{(op_n - cp)}{cp} + 1 - (tc)$$

$r_f$  = 以收到訊息前最後一個收盤價計算而成  
 $r_{fn}$  = 以收到新訊息前最後一個收盤價計算而成  
 $op$  = 法人研究機構發佈的目標價格訊息  
 $op_n$  = 法人研究機構新發佈的目標價格訊息  
 $cp$  = 收到訊息前最後一個收盤價(調整後的價格)  
 $tc$  = 交易成本千分之 6

公式 2 的原理是根據作多本利和算法導出， $((\text{出場價格}-\text{進場價格})/\text{進場價格})+1-\text{交易成本千分之 6}$ 。當一筆訊息進來，本研究利用預計本利和  $r_f$  來判斷是否要交易，在收到訊息日當天，以該訊息提到的目標價與當天調整後收盤價來計算其未來可獲得的報酬，當算出的報酬加上本金得到的本利和符合交易策略進場條件，例如空手轉作多或是空手轉作空的情況，則會在下一次的交易日開盤價進場，如圖 3 所示。

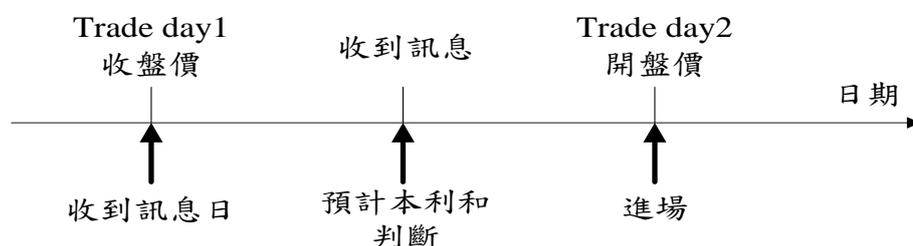


圖 3 收到訊息後以預計本利和判斷是否進場

在程式撰寫中，交易策略的判斷先後順序分別為 1.目標價達到就出場。2.  $r_{fn}$  的限制值轉向即出場。3.損失超過 50%就出場(停損達到)。4.天數達到就出場。

## 肆、實驗結果與分析

### 一、實驗一：無出場規則與買入持有比較

不同法人研究機構，根據其最早消息日開始進場買入，至 2012 年 12 月 1 日算其出場報酬。配合交易策略，以完全信任法人研究機構的訊息進行實驗，算出其報酬，實驗期間除非 1.目標價達到就出場。2.  $r_{fn}$  的限制值轉向即出場。3.損失超過 50 %就出場(停損達到)。若非上述限制則繼續持有或作空，直到有新的出場消息。

從表 3 與表 4 的結果顯示，買入持有的績效比本研究交易策略的報酬好，本研究探討其原因，發現到由於本研究是以相同法人研究機構的消息以及其所發佈的相同個股進行實驗，但是各家法人研究機構發佈的個股消息期間不穩定，短則 1 天就有新聞目標價格消息，長則半年至 1 年都沒有相同法人研究機構所發佈的台積電或是鴻海的消息。再加上本研究的交易策略利用預計本利和  $r_f$  來判斷收到的消息是否要交易，因此收到的資訊還會再進一步選擇，留下可以交易的訊息。最後留下的可交易資訊量過少，使得投資決策不穩定，無法規劃出健全投資策略和出場規則，導致持有時間過長，錯過出場時機。因此本實驗將在交易策略中增加天數達到就出場的的限制，希望從實驗中找出適當的出場點，藉此提高獲利，打敗買入持有。

表 3 台積電買入持有報酬比較

法人研究機構	最早消息日	買入持有報酬	沒設 N 天期限制
巴黎	2000/1/26	1.78	0.81
花旗	2000/11/27	2.58	1.58
美林	2006/3/10	1.51	0.4
高盛	2002/1/21	1.85	1.19
瑞信	1999/12/22	2.03	0.49
瑞銀	2001/9/26	3.51	2.04
德意志	2005/3/10	2.31	2.47
摩根士丹利	2001/2/8	2.64	0.61
摩根大通	2002/4/30	1.93	0.54

表 4 鴻海買入持有報酬比較

法人研究機構	最早消息日	買入持有報酬	沒設 N 天期限制
花旗	2000/9/4	2.32	0.99
美林	2002/5/14	2.83	0.82
高盛	2002/1/4	2.87	1.52
麥格里	2006/10/30	0.85	0.4
瑞信	2002/5/17	2.91	1.16
瑞銀	2002/3/12	2.89	3.49
德意志	2002/5/16	2.86	1.67
摩根士丹利	2002/1/4	2.87	1.32
摩根大通	2002/4/15	3	1.72

## 二、實驗二：收到資訊日前報酬變化

在實驗二的部分，根據交易策略的限制 1.目標價達到就出場。2. $r_{jn}$  的限制值轉向即出場。3.損失超過 50 % 就出場(停損達到)。若非上述限制則繼續持有或作空，直到有新的出場消息。如表 5 所示，台積電篩選出的可進場交易筆數為 72 筆，鴻海為 106 筆。

表 5 個股篩選後可交易資料數

個股	原交易筆數	篩選後資料數	可進場交易資料數
台積電	1336	547	72
鴻海	1226	559	106

可進場交易筆數的消息日的隔日開盤價為基準點，往前蒐集 10 日調整後開盤價股價本利和，如圖 4 與圖 5 所示，天期中的 0 表示基準點，為收到訊息後第一個開盤價進場點，-1 表示收到消息日。結果顯示，台積電在收到資訊日前進場作多，其平均本利和最低為負 5% 左右，作空最多則有正 5%；鴻海則是相反，在作多的部分前 10 個進場點最高平均本利和可達正 20% 左右，作空最低本利和大約負 5%。

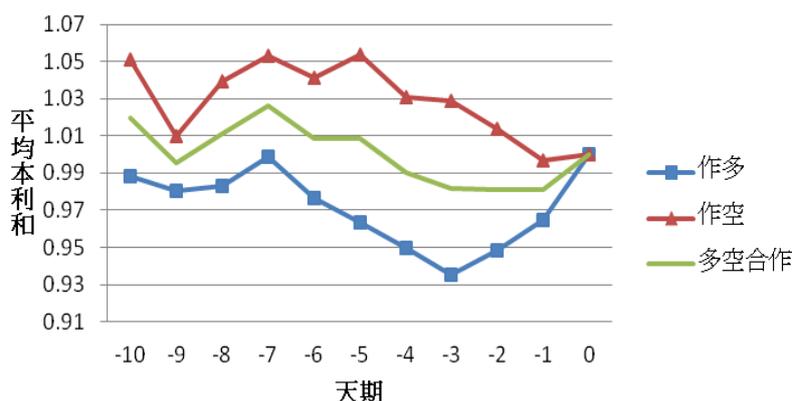


圖 4 台積電收到資訊前 10 個進場點股價本利和變化

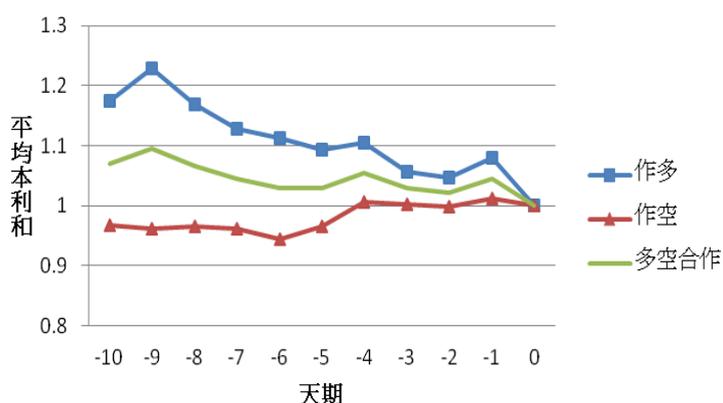


圖 5 鴻海收到資訊前 10 個進場點股價本利和變化

### 三、實驗三：收到資訊日後報酬變化

實驗三以實驗二操得作方式檢測收到資訊後 60 個進場點股價本利和變化，結果顯示台積電及鴻海在 30 日後的本利和開始有增加的趨勢，如圖 6 與圖 7 所示，因此本實驗增加天期限制 N，N 為 30 至 90，觀察每家法人投資機構報酬變化。結果如表 6 與表 7 所示。本利和第一高到第三高表示外資法人研究機構在天期 30 到 90 天之間本利前三高的天期，例如，表 6 中，高盛在第 43 天及 45 天時，正確率 79%，本利和為 2.62，是 30 到 90 天中本利和最高的；在第 44 天時，正確率 67%，本利和為 2.57，其本利和為第二高；在第 46 天時，正確率 79%，本利和為 2.54，是 30 到 90 天中報酬第三高的。

另外，本研究將使用信心指標來衡量適合於本交易策略的法人研究機構，一般來說，當本利和越高、正確率越高，投資人進場投資的信心也就相對提高，因此本研究將表 6 與表 7 的本利和與正確率相乘算出投資人對於各法人研究機構的信心指標，當本利和前三高的信心指標都大於 1 且正確率都大於 50 % 時，該外資法人研究機構將會於實驗中保留，保留下來的法人研究機構表示較適合本研究的交易策略。

接下來，本研究將作多及作空的本利和分開計算，結果如表 8 與表 9，可以發現作多的績效普遍都比作空好，作空本利和普遍都低於 1，由此可知，本研究的交易策略是比較適合作多的。

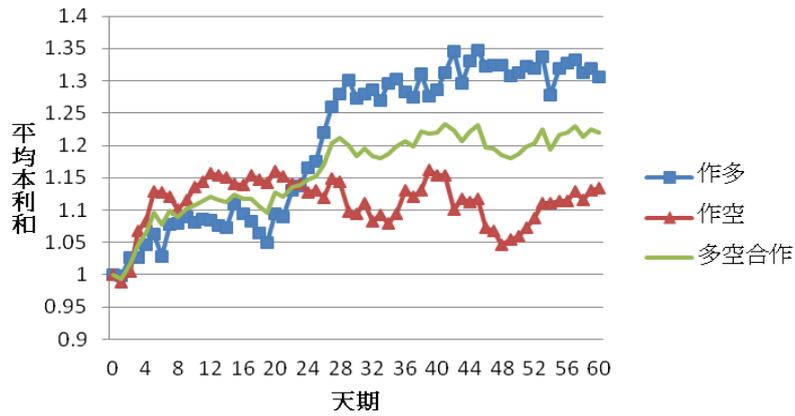


圖 6 台積電收到資訊後 60 個出場點股價報酬變化

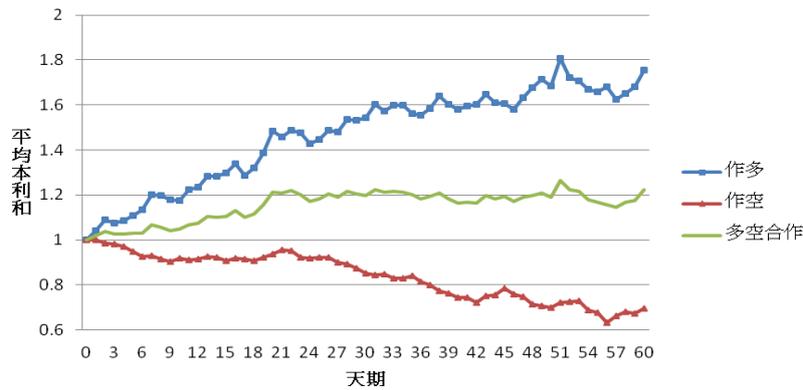


圖 7 鴻海收到資訊後 60 個出場點股價報酬變化

表 6 台積電符合本研究交易策略適宜出場點前三高

法人研究機構	本利和第一高				本利和第二高				本利和第三高			
	本利和	正確率	天期	信心指標	本利和	正確率	天期	信心指標	本利和	正確率	天期	信心指標
德意志	2.76	100%	81	2.76	2.69	90%	90	2.42	2.63	100%	82	2.63
高盛	2.62	79%	43、45	2.07	2.57	67%	44	1.72	2.54	79%	46	2.01
花旗	2.46	52%	77	1.28	2.45	52%	76	1.27	2.42	52%	75、80	1.26

表 7 鴻海符合本研究交易策略適宜出場點前三高

法人研究機構	本利和第一高				本利和第二高				本利和第三高			
	本利和	正確率	天期	信心指標	本利和	正確率	天期	信心指標	本利和	正確率	天期	信心指標
摩根士丹利	4.45	76%	68	3.38	4.38	76%	67、69	3.33	4.2	76%	70	3.19
德意志	2.42	92%	54	2.23	2.4	92%	53	2.21	2.39	83%	55	1.98
美林	3.17	50%	74	1.59	3.14	71%	3.14	2.23	3.05	50%	90	1.53
摩根大通	2.61	59%	45	1.54	2.47	63%	46、48	1.56	2.41	65%	49	1.57

表 8 台積電適宜出場點前三高作多、作空、多空合作

法人研究機構	本利和第一高			本利和第二高			本利和第三高		
	多空合作	作多	作空	多空合作	作多	作空	多空合作	作多	作空
巴黎	1.67	1.93	0.85	1.63	1.89	0.86	1.59	1.85	0.85
花旗	2.46	3.16	0.77	2.45	3.16	0.77	2.42	3.12	0.77
美林	0.37	0.57	0.66	0.36	0.57	0.66	0.35	0.54	0.66
高盛	2.62	2.84	0.92	2.57	2.91	0.92	2.54	2.81	0.92
瑞信	1.07	1.76	0.6	1.05	1.74	0.6	1.03	1.69	0.6
瑞銀	2.56	2.56	1	2.18	2.18	1	1.6	1.6	1
德意志	2.76	2.76	1	2.69	2.69	1	2.63	2.63	1
摩根士丹利	1.02	1.63	0.62	1.01	1.61	0.62	0.99	1.66	0.59
摩根大通	0.71	0.92	0.78	0.67	0.88	0.77	0.66	0.86	0.78

表 9 鴻海適宜出場點前三高作多、作空、多空合作

法人研究機構	本利和第一高			本利和第二高			本利和第三高		
	多空合作	作多	作空	多空合作	作多	作空	多空合作	作多	作空
花旗	1	1.03	0.98	0.94	0.96	0.98	0.86	0.89	0.98
美林	3.17	3.07	1.05	3.14	3	1.05	3.05	2.9	1.05
高盛	1.89	2.28	0.82	1.6	1.91	0.82	1.53	1.8	0.82
麥格里	1.5	2.1	0.72	1.46	1.75	0.72	1.41	1.97	0.72
瑞信	1.28	1.34	0.94	1.22	1.3	0.94	1.02	1.06	0.94
瑞銀	1.56	1.86	0.84	1.47	1.76	0.84	1.45	1.82	0.84
德意志	2.42	2.15	1.12	2.4	2.17	1.12	2.39	2.11	1.12
摩根士丹利	4.45	5.44	0.8	4.38	5.23	0.83	4.2	4.93	0.84
摩根大通	2.61	2.22	1.16	2.47	2.1	1.16	2.41	2.05	1.16

最後再將實驗一與實驗三相互比較，結果發現實驗三加入 N 天期限限制後，本利和績效普遍都比沒加入 N 天期限限制好，且沒加入 N 天期限限制時，只有 1 家外資法人研究機構能打敗買入持有，加入 N 天期限限制後，有 2 家外資法人投資機構能打敗買入持有，且這兩家外資法人研究機構皆與表 8 及表 9 信心指標求出的外資法人研究機構有所交集。如表 10 與表 11 所示。由此可知，加入 N 天期限限制能有效幫助本研究的交易策略增加報酬，打敗買入持有。

表 10 台積電買入持有報酬與 N 天期交易策略報酬比較

法人研究機構	最早消息日	買入持有報酬	沒設 N 天限制	有設 N 天限制
巴黎	2000/1/26	1.78	0.81	1.67
花旗	2000/11/27	2.58	1.58	2.46
美林	2006/3/10	1.51	0.4	0.37
高盛	2002/1/21	1.85	1.19	2.62
瑞信	1999/12/22	2.03	0.49	1.07
瑞銀	2001/9/26	3.51	2.04	2.56
德意志	2005/3/10	2.31	2.47	2.76
摩根士丹利	2001/2/8	2.64	0.61	1.02
摩根大通	2002/4/30	1.93	0.54	0.71

表 11 鴻海買入持有報酬與 N 天期交易策略報酬

法人研究機構	最早消息日	買入持有報酬	沒設 N 天限制	有設 N 天限制
花旗	2000/9/4	2.32	0.99	1
美林	2002/5/14	2.83	0.82	3.17
高盛	2002/1/4	2.87	1.52	1.89
麥格里	2006/10/30	0.85	0.4	1.5
瑞信	2002/5/17	2.91	1.16	1.28
瑞銀	2002/3/12	2.89	3.49	1.56
德意志	2002/5/16	2.86	1.67	2.42
摩根士丹利	2002/1/4	2.87	1.32	4.45
摩根大通	2002/4/15	3	1.72	2.61

## 伍、結論與未來研究方向

### 一、結論

由前三個實驗可以發現，不同外資法人研究機構對不同個股有不同的預測能力，由於資訊過量，一般投資人不知如何選擇，因此藉由本研究提出之交易策略及信心指標可有效幫助投資人建構可執行的投資組合。在實驗二中可以發現，台積電與鴻海前 10 天進場點結果並不相同，台積電作空比作多好，鴻海則相反，顯示出就算提前知道資訊，也不一定能獲取超額報酬。在實驗三中可以發現，加入出場天期後，獲得的報酬績效普遍比沒加入天期好，因此不同法人研究機構可配合不同天期獲得不同的交易策略，此外，若只對作多資訊進行投資，則獲利與作多作空都作的情況相比，可再提高 20 到 50%。

### 二、未來研究方向

外資法人研究機構除個股預測資訊外，尚有 EPS、基本面、產業面、經濟面等預測資訊，所以未來研究可加入其他資訊，以建構不同的交易策略，檢視公開資訊的可用性。

## 參考文獻

1. 中央銀行年報，2003，『外國專業投資機構(QFII)制度之演變』，130~133頁。
2. 台灣經濟新報(available online at <http://www.tej.com.tw/twsite/>)
3. 台灣證券交易所(available online at <http://www.twse.com.tw/ch/index.php>)
4. 沈中華、李建然，2000，事件研究法 財務與會計實證研究必備，華泰事業文化公司。
5. 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系碩士論文。
6. 謝劍平，2009，投資學—基本原理與實務，智勝文化出版。
7. 聯合知識庫(available online at <http://udndata.com/>)
8. Alon Brav and Reuven Lehavy. "An empirical analysis of analysts' target price: Short-term informativeness and long-term dynamics", *Journal of Finance*, 2003, pp.1933-1967.
9. Barber, B. , R. Lehavy, M. McNichols , and B.Trueman. "Can Investors Profit from the Prophets? Security Analyst Recommendations and Stock Returns", *Journal of Finance*, 2001, pp.531-563.
10. Bowman, R. G. "Understanding and conducting event studies. Journal of Business Finance of Accounting", *Journal of Business Finance & Accounting*, 1983, pp.561-584.
11. Brad M. Barber and Douglas Loeffler. "The "Dartboard" Column: Second-Hand Information and Price Pressure", *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 1993, pp.273-284.
12. Cristi A. Gleason, W. Bruce Johnson, and Haidan Li. "The Earnings Forecast Accuracy, Valuation Model Use, and Price Target Performance of Sell-Side Equity Analysts", *Contemporary Accounting Research*, 2012, pp.1-36.
13. Dolley, James C. "Common Stock SplitUps, Motives and Effects", *Harvard Business Review*, 1933, pp.70-81.
14. Gemmill, G. "Political Risk and Market Efficiency: Tested Based in British Stock and Option Market in the 1987 Election", *Journal of Banking and Finance*, 1992, pp.211-231.
15. Henderson, G. V. Jr. "Problems and Solutions in Conducting event studies", *Journal of Risk and Insurance*, 1990, pp.282-306.
16. Michael Firth , T.Y. Leung, Oliver M. Rui. "Double signals or single signal? An investigation of insider trading around share repurchases", *Journal of International Financial Markets*, 2010, pp.376-388.
17. Palmon, H L.Sun and A P.Tang. "The Impact of Publication of Analysts' Recommendations on Returns and Trading Volume", *The Financial Review*, 1994, pp.395-417.

# A Study of the Juristic Person Research Institutional Public forecast information on the transaction strategy research

Yi-Chen Tsai

Department of Information Management, National Dong Hwa University  
m9939009@ems.ndhu.edu.tw

Jia-Li Hou

Department of Information Management, National Dong Hwa University  
alexhou@mail.ndhu.edu.tw

## Abstract

All manner of media have many analyze information, too much information may let the general Investor don't know how to choose. So this study will focus on juristic person research institutional public forecast information to test if we use these advice to invest, we can get reward or not.

This study use total market value and stock price to be mixed and choose FOX and TSMC two stocks to implement, the results indicate that after receive the public forecast information from juristic person research institutional and use this study's transaction strategy, sell time rule and confidence target may increase capital and interest reward effectively, if we focus on bullish information to invest, then the reward can increase 20% into 50% than focus on bullish and short selling information, it means juristic person research institutional public forecast information is work. This study indicate that ahead of ten days to get juristic person research institutional public forecast information and invest in may not sure to get excess return in the meantime.

Keywords: juristic person research Institutional, foreign Institutional, securities dealer, public forecasting information, transaction strategy.