

# 機構投資人與資訊優勢之探討

林財印

高雄第一科技大學財務管理系

鄭琬齡

高雄第一科技大學財務管理系

## 摘要

金融市場之中，資訊蒐集速度與分析資訊能力是決定投資獲利與否的關鍵，股票市場投資人可分為這二大類：一為機構投資人(法人)，另一種是自然人(散戶)。然而，機構投資人擁有專業團隊進行資料蒐集與分析，此外，機構投資人交易比重亦逐年增加，因此機構投資人對股票市場的影響將不容小覷。

本研究主要討論機構投資人是否具有資訊優勢。本文將機構投資人分為外國機構投資人(外資)、自營商、投資信託機構(投信)等三類。本文採用零投資組合的策略，進行探討機構投資人的操作策略是否有超額報酬。研究結果發現無論外資、投信、自營商都不具有資訊優勢，同時發現零投資組合策略下，三者均顯著為負報酬，說明機構投資人若不是買的資訊有誤，就是賣的資訊不足。本文進一步分析買超或賣超投資組合策略之中，是買超或賣超造成負報酬現象，結果發現外資買超仍為顯著的正報酬，這說明外資投資策略中，買超具有選擇資訊的優勢，但賣超方面，外資呈現負報酬，換言之，外資賣超過程中，無法挑選最有價值的時點出售，這也說明外資在買與賣的行為之間，具有不對稱的資訊優勢。本文也發現自營商買超的投資組合具有長期的資訊優勢，然而投信買超的投資組合，具有資訊優勢，然而此資訊優勢只是短期的效果，也就是說買超持股期間越長並不一定報酬就越高。本文也發現投信賣超的投資組合，不具有資訊優勢，主要原因是投信有面臨投資人贖回壓力，因此基金經理人無法選擇最佳賣點出脫。

**關鍵詞：**機構投資人、買賣超、資訊優勢

**Keywords :** Institutional investors, buy-sell strategy, Information advantage

## 壹、緒論

台灣的金融市場為了與國際市場接軌，政府從 1983 年開始逐步的開放至今(2010 年)，外國投資機構從投資國內上市與上櫃公司的持股比率從有上限到無上限的一個措施，並同時對於外國投資機構的投資總額及個別股的持股金額也無有所限制。由此可看出台灣的金融市場正邁向國際化與自由化的腳步。對於外資的投資比重從 2001 年的 8.15%至 2010 年的 23.87%(表 1)和外資的買賣超的比例(表 2)可看出外資的投資比重正在改變台灣的金融市場的投資生態。由於全球資訊的快速發展，使得市場的投資生態產生了改變，也就是說機構投資人(外資、投信、自營商)這三大法人的背後，都擁有一個專業的投資團隊，在做資訊的收集並分析判斷個股在股票市場上該買還是該賣的操作策略，來獲取超額的報酬。

由於個人投資人(散戶)在投資股票市場上該如何選擇個股，其資訊的來源與其收集資訊並分析資訊的能力往往不及機構投資人來的快速。本研究是比較機構投資人(外資、投信、自營商)這三大法人，在資本市場投資的績效是否可作為個人投資人(散戶)，在投資上的一個依據。本研究結果發現無論外資、投信、自營商都不具有資訊優勢，所以零投資組合的報酬為顯著的負報酬。

進一步的研究分類為買超或賣超的投資策略組合，發現外資買超具有正的顯著異常報酬，也就是說外資在投資策略中在買超是具有選擇資訊的優勢，但是在賣超方面，外資是不顯著的負報酬，也就是說外資在賣超的過程中賣的太早，並不是賣在最有利的時間點。研究也發現自營商買超的投資組合在長期具有正的資訊優勢。投信買超的投資組合具有正的資訊優勢，但不隱含買超持股期間越長就有越高的報酬，但在短期買超的投資組合有正的異常報酬，並且有增加的趨勢。而投信賣超的投資組合並不具有資訊優勢，也就是告訴我們投信在投

資人贖回基金的過程中，並不是賣在最好的時間點。

表 1\_各投資人投資比重一覽表

單位：百分比 Unit：%

年別 Year-End	本國 資	法人 投 資	本國 自 然 人 投 資	外國 法 人 投 資	外國 自 然 人 投 資
2001 年	39.22		51.96	8.15	0.67
2002 年	37.97		50.7	10.81	0.52
2003 年	38.61		50.17	10.52	0.7
2004 年	36.20		48.01	15.41	0.38
2005 年	36.06		45.94	17.36	0.64
2006 年	34.43		42.78	22.19	0.6
2007 年	34.69		39.67	25.05	0.59
2008 年	34.64		39.5	25.52	0.34
2009 年	35.76		42.3	21.49	0.45
2010 年	34.71		41.08	23.87	0.34

資料來源：台灣證券交易所

單位：百分比

表 2\_投資人類別成交值比重統計表

Unit：%

年 度	本 國 自 然 人 Domestic Individual		本 國 法 人 Domestic Person		僑 外 自 然 人 Juridical Foreign Individual		僑 外 法 人 Foreign Juridical Person	
	買 進 Purchase	賣 出 Sale	買 進 Purchase	賣 出 Sale	買 進 Purchase	賣 出 Sale	買 進 Purchase	賣 出 Sale
2001 年	42.02	42.39	4.72	4.97	0.00	0.01	3.26	2.63
2002 年	41.20	41.10	4.95	5.10	0.52	0.45	3.34	3.34
2003 年	38.62	39.22	5.39	6.12	0.74	0.50	5.25	4.16
2004 年	37.82	38.12	5.63	5.93	0.92	0.71	5.62	5.25
2005 年	34.02	34.82	6.10	7.19	1.36	1.05	8.52	6.94
2006 年	34.87	35.69	5.36	5.68	1.21	1.04	8.57	7.58
2007 年	33.51	33.75	6.57	6.44	1.07	1.04	8.85	8.77
2008 年	31.10	30.56	7.18	6.79	1.05	1.21	10.67	11.45
2009 年	35.67	36.38	5.75	5.84	0.02	0.02	8.56	7.76
2010 年	33.83	34.12	6.69	6.89	0.02	0.02	9.46	8.97

資料來源：台灣證券交易所

## 貳、文獻回顧

政府開放外國機構投資人投資我國的金融市場，是為了使國內的金融市場走向國際化與自由化，進而與國際市場接軌，並擴大股票市場的規模。在這陸續開放的過程中，機構投資人扮演的角色也愈來愈受重視。

從黃懷慶(2000)以 1995 年至 1999 年之日買賣超資料，來探討機構投資人的投資行為與對股市波動的影響，其研究結果為機構投資人相互影響的關係，分為集中市場裡會跟隨外資與自營商者為投信法人。在店頭市場裡則是自營商會跟隨外資與投信，而外資則是扮演領導者的角色。在機構投資人買賣超行為和股價指數報酬之間

的關係，為不論在集中市場或店頭市場，外資與投信都會追漲殺跌，但自營商則是追跌殺漲，所以自營商的進出比較能有穩定股票市場大盤的效果。在機構投資人買賣超的波動率對股價指數報酬波動率方面，三大法人前期買賣超的波動率都呈負向的影響後期股價指數報酬的波動率，也就是告訴我們三大法人的買賣行為確實存在降低股市的波動率。

陳彥豪(2002)以1995年至2000年之上市電子股為例，研究外資與投信法人持股比率變化對股價報酬率的影響，其研究結論為外資與投信之間存在相互影響與跟進的投資行為，對於整體電子股多空的想法相當一致。法人採取「追漲殺跌」、「逐強汰弱」的投資策略，以投信法人最為明顯。就股票的短期報酬率來看，外資與投信對於上市電子股在統計上有顯著的價格影響能力，而投信對股價的短期影響力大於外資。無論是外資或投信高持股比率和買超的投資組合，以中長期的投資績效來說皆顯著優於代表市場的加權指數報酬率。這樣的資訊，提供給市場上的投資人(散戶)是一個相當不錯的訊息。

吳精展(2004)以1994年至2002年之外資持股比率與外資持股比率變動進行投資組合的分組後進行研究，實證結果為高外資持股比率的投資組合中，其股票報酬會較其它外資持股比率的投資組合高；外資持股比率變動與股票報酬間存在正向顯著的關係，但在中、低外資持股比率的投資組合中，外資持股比率減少造成股票報酬下跌的幅度會大於外資持股比率增加造成股票報酬上漲的幅度。可見外資在高持股比率之投資組合，其股票報酬率是最好的，但在外資持股比率減少時，會造成股票報酬率下跌的幅度較大，也就是說外資的高持股比率的股票，可跟進投資，但當外資持股比率減少時，則要小心股票下跌的行情產生，由此可看出外資在台灣市場具有影響力。

賴倫志(2005)以1995年至2003年外資買賣超與台灣股價加權指數之月資料，使用時間序列多項研究方法來進行分析，研究外資買賣超的交易策略與交易行為造成我國股市何種的衝擊與影響，是否與我國經濟變數有相關來研究，因研究期間遇東南亞金融危機，所以加入東南亞金融危機期間和東南亞金融危機後來研究，並以誤差修正模型來分析外資買賣超對台灣股價加權指數之關係，並配合我國經濟變數(國內生產毛額、貨幣供給、重貼現率、匯率)來討論。實證結果為(1)外資的買賣超行為與股價加權指數的漲、跌存在顯著性的影響。(2)外資大幅買超和大幅賣超與匯率具有領先大盤指數關係，因此一般投資人可藉由外資大幅買超和大幅賣超與匯率來預測股票市場的變化，以獲取較高的投資報酬。(3)在東南亞金融危機時，只剩外資的大幅賣超對大盤指數有顯著性的影響。(4)東南亞金融危機後，因外資大幅買超和小幅買超，也都具有領先大盤指數的關係。可知，外資買賣超行為對台灣股價加權指數的短期走勢有助長或助跌的效果。所以外資的買賣超對台灣股價指數間存在互動的關係。

馬宏志(2006)以2001年至2005年期間台灣上市股票日報酬資料為研究樣本，依據法人買賣超資訊所形成投資組合的後續期間股價報酬，並探討動能投資策略。結果發現，以零投資組合動能策略的報酬而言，依次為買進全贏家賣出全輸家、買進投信買超賣出投信賣超、買進非法人贏家賣出非法人輸家、買進法人贏家賣出法人輸家、買進全體法人買超賣出全體法人賣超、買進外資買超賣出外資賣超。甚至於買進外資買超賣出外資賣超的零投資組合，而出現經濟損失。這一結果的重要意涵為個人投資人不必理會法人動態，而只要關心純粹的強勢股或弱勢股即可。

郭富源(2007)從2003年至2006年以持有觀察期的1個月至3個月，外資買超前10檔股票所組成之投資組合與台灣50指數的日報酬來做比較。其結果為持有觀察期的外資買賣超資訊未包含投資人注意的訊息。

王升建(2009)以2008年8月止台灣50成份股權值佔2.4%以上股票作為樣本，並以5家外資券商對台灣50成份股比重最高12支個股買賣超為主，研究外資券商在台灣投資行為之探討。結果在次級房貸風暴期間，外資券商存在正向回饋交易策略(追漲殺跌)，在從眾效應部份，呈現顯著水準個股並不集中。說明了各家外資券商在投資的看法上有不同的見解，且並不具有完全的從眾行為，在股災期間個股股價報酬率，並非受到外資券商買賣超的影響，而是受到總體經濟的影響。

由上述的文獻資料可得知法人投資機構對股票市場的影響有正、反二面不同的評價。本研究結果使用機構投資人(指外資、投信、自營商)之(日)買賣超前 50 檔股票所組成之零投資組合，更進一步研究連續買超之投資組合與連續賣超之投資組合，實證結果無論外資、投信、自營商都不具有資訊優勢，所以零投資組合的報酬為顯著的負報酬。進一步的研究分類為買超或賣超的投資策略組合，發現外資買超具有正的顯著異常報酬，也就是說外資在投資策略中在買超是具有選擇資訊的優勢，但是在賣超方面，外資是不顯著的負報酬，也就是說外資在賣超的過程中賣的太早，並不是賣在最有利的時間點。研究也發現自營商買超的投資組合在長期具有正的資訊優勢。投信買超的投資組合具有正的資訊優勢，但不隱含買超持股期間越長就有越高的報酬。但在投信賣超的投資組合並不具有資訊資優勢，也就是告訴我們投信在投資人贖回基金的過程中，並不是賣在最好的時間點。

## 參、研究方法

### 一、研究樣本

台灣經濟新報資料庫(TEJ)中外國投資機構於 2005 年後分類方法經過修正，所以本研究期間從 2005 年 1 月 1 日至 2010 年 12 月 31 日之台灣證券交易所的上市普通股日資料，以機構投資人(指外資、投信、自營商)為主要的研究對象，以交易日共 1493 天為研究樣本。

### 二、研究資料設計

本研究主要是以 t 檢定的方法，來分析外資、自營商、投信三大法人在連續買賣超之零投資組合，是否具有資訊優勢，並進一步的探討連續買超的投資策略組合和連續賣超的投資策略組合。

(一) 外資買賣超之零投資組合 = 外資每日買超(千股)前 50 名之

個股 - 外資每日賣超(千股)前 50 名之個股

(二) 自營商買賣超之零投資組合 = 自營商每日買超(千股)前 50 名之

個股 - 自營商每日賣超(千股)前 50 名之個股

(三) 投信買賣超之零投資組合 = 投信每日買超(千股)前 50 名之

個股 - 投信每日賣超(千股)前 50 名之個股

(四) 外資買超之投資組合 = 外資每日買超(千股)前 50 名之個股

(五) 自營商買超之投資組合 = 自營商每日買超(千股)前 50 名之個股

(六) 投信買超之投資組合 = 投信每日買超(千股)前 50 名之個股

(七) 外資賣超之投資組合 = 外資每日賣超(千股)前 50 名之個股

(八) 自營商賣超之投資組合 = 自營商每日賣超(千股)前 50 名之個股

(九) 投信賣超之投資組合 = 投信每日賣超(千股)前 50 名之個股

(十) 報酬率：

$$R_{it} = \prod_{j=1}^t (1 + R_{i,j}) - 1, \quad i=1, \dots, \dots, n \quad n = \text{公司}$$

$$, \quad t_1=1, \dots, \dots, t \quad t = \text{時間}$$

以上述的報酬率公式算出連續買超和連續賣超之 1 個月、3 個月、6 個月、1 年、2 年、3 年之個別報酬率與大盤報酬指數相比較。本文的資料來源來自於經濟新報資料庫(TEJ)。

## 肆、實證結果與分析

本研究參考外資、自營商、投信三大法人之每日買超(千股)前 50 名之公司和每日賣超(千股)前 50 名之公司分別來做連續買賣超之零投資組合、連續買超之投資組合和連續賣超之投資組合來探討並分析如下表：

表\_3 的研究參考外資連續買超 5 天的標的物，形成買的投資組合，並參考外資連續賣超 5 天的公司，形成賣出的投資組合，綜合兩者形成零投資組合，實證結果發現此投資組合持股一個月有-1%的異常報酬，持股三個月有-0.7%的異常報酬，持股六個月有-0.1%的異常報酬，持股一年有-3.8%的異常報酬，持股二年有-6.2%的異常報酬，

持股三年有-8.5%的異常報酬。而外資連續買賣超 7 天的投資組合也以相同的方式形成零投資組合，結果發現此投資組合持股一個月有-1.2%的異常報酬，持股三個月有-1.7%的異常報酬，持股六個月有-1.1%的異常報酬，持股一年有-5.6%的報酬，持股二年有-8.6%的報酬，持股三年有-12.5%的報酬。外資連續買賣超 9 天的投資組合也以相同的方式形成零投資組合，結果發現此投資組合持股一個月有-2%的異常報酬，持股三個月有-3.7%的異常報酬，持股六個月有-2.5%的異常報酬，持股一年有-7.8%的異常報酬，持股二年有-9.6%的異常報酬，持股三年有-17%的異常報酬。由上述的實證結果發現，外資連續買賣超所形成的零投資組合，是顯著的負報酬率，所以完全不具有資訊優勢。其可能的原因是外資投資的金額較為龐大，且容易受政治因素的干擾，所以其買賣超的零投資組合為負的報酬率。

表 3 外資買賣超之零投資組合

外資 報酬率	連續買賣超 5 天		連續買賣超 7 天		連續買賣超 9 天	
	家數	P 統計值	家數	P 統計值	家數	P 統計值
ret_1M	1265	-0.010*** (0.002)	878	-0.012*** (0.003)	486	-0.020*** (0.005)
ret_3M	1265	-0.007*** (0.004)	878	-0.017*** (0.006)	486	-0.037*** (0.010)
ret_6M	1265	-0.001*** (0.006)	878	-0.011*** (0.008)	486	-0.025** (0.012)
ret_1y	1265	-0.038*** (0.010)	878	-0.056** (0.015)	486	-0.078** (0.025)
ret_2y	1265	-0.062** (0.012)	878	-0.086** (0.018)	486	-0.096** (0.029)
ret_3y	1265	-0.085** (0.015)	878	-0.125** (0.024)	486	-0.170** (0.039)

註：\*\*\*表示達 1%顯著水準、\*\*表示達 5%顯著水準、\*表示達 10%顯著水準。

說明：ret\_1M 表示買賣超持股 1 個月的報酬率。ret\_3M 表示買賣超持股 3 個月的報酬率。

ret\_6M 表示買賣超持股 6 個月的報酬率。ret\_1y 表示買賣超持股 1 年的報酬率。

ret\_2y 表示買賣超持股 2 年的報酬率。ret\_3y 表示買賣超持股 3 年的報酬率。

表 4 的研究參考外資連續買超 5 天的公司，形成買的投资組合，實證結果發現此投資組合持股一個月有 1% 的異常報酬，持股三個月有 4.7% 的異常報酬，持股六個月有 8.6% 的異常報酬，持股一年有 13% 的異常報酬，持股二年有 18% 的異常報酬，持股三年有 29.3% 的異常報酬。而外資連續買超 7 天的公司，形成買的投资組合，結果發現此投資組合持股一個月有 1% 的異常報酬，持股三個月有 4.8% 的異常報酬，持股六個月有 8.4% 的異常報酬，持股一年有 12.3% 的異常報酬，持股二年有 15.3% 的異常報酬，持股三年有 26.6% 的異常報酬。外資連續買超 9 天的公司，形成買的投资組合，結果發現此投資組合持股一個月有 1% 的異常報酬，持股三個月有 5.4% 的異常報酬，持股六個月有 9.4% 的異常報酬，持股一年有 13.3% 的異常報酬，持股二年有 13.9% 的異常報酬，持股三年有 25.6% 的異常報酬。由上述的實證結果發現外資連續買超 5 天、連續買超 7 天、連續買超 9 天的持股期間越長，均有正向遞增的報酬率。但在連續買超 5 天、7 天、9 天各持有一個月的報酬率均為 1% 的正報酬，各持有三個月至三年報酬率之間的變化很小，沒有太大的差異，由此可知外資在買超持股期間有資訊上的優勢，但並不代表外資在連續買超增加上有超額的報酬率。可能的原因為外資在買的過程，並不知道何時該停止買入，才會使的各持有期間的報酬率，無法持續增加。

表 4 外資連續買超之投資組合

外資 報酬率	連續買超 5 天		連續買超 7 天		連續買超 9 天	
	家數	P 統計值	家數	P 統計值	家數	P 統計值
retb_1M	1347	0.010*** (0.002)	1154	0.010*** (0.003)	894	0.010*** (0.003)
retb_3M	1347	0.047*** (0.005)	1154	0.048*** (0.005)	894	0.054*** (0.006)
retb_6M	1347	0.086*** (0.007)	1154	0.084*** (0.008)	894	0.094*** (0.009)
retb_1y	1347	0.130*** (0.009)	1154	0.123** (0.010)	894	0.133** (0.012)
retb_2y	1347	0.180*** (0.010)	1154	0.153** (0.011)	894	0.139** (0.014)
retb_3y	1347	0.293*** (0.010)	1154	0.266** (0.012)	894	0.256** (0.015)

註：\*\*\*表示達 1%顯著水準、\*\*表示達 5%顯著水準、\*表示達 10%顯著水準。

說明：retb\_1M 表示買超持股 1 個月的報酬率。retb\_3M 表示買超持股 3 個月的報酬率。

retb\_6M 表示買超持股 6 個月的報酬率。retb\_1y 表示買超持股 1 年的報酬率。

retb\_2y 表示買超持股 2 年的報酬率。retb\_3y 表示買超持股 3 年的報酬率。

表\_5 的研究參考外資連續賣超 5 天的公司，形成賣的投資組合，其實證結果發現此投資組合持股一個月有 2.3% 的異常報酬，持股三個月有 5.8% 的異常報酬，持股六個月有 10.3% 的異常報酬，持股一年有 18.3% 的異常報酬，持股二年有 27.5% 的異常報酬，持股三年有 40.3% 的異常報酬。而外資連續賣超 7 天的公司，形成賣的投資組合，結果發現此投資組合持股一個月有 2.3% 的異常報酬，持股三個月有 5.6% 的異常報酬，持股六個月有 10.1% 的異常報酬，持股一年有 19% 的異常報酬，持股二年有 28.8% 的異常報酬，持股三年有 41.5% 的異常報酬。外資連續賣超 9 天的公司，形成賣的投資組合，結果發現此投資組合持股一個月有 2.5% 的異常報酬，持股三個月有 6.2% 的異常報酬，持股六個月有 10.4% 的異常報酬，持股一年有 19.4% 的異常報酬，持股二年有 30.7% 的異常報酬，持股三年有 42.6% 的異常報酬。由上述的實證結果發現外資在賣超的投資組合上，應為不顯著的負報酬，才會具有資訊優勢，所以由實證結果發現外資在賣超的投資組合，都為顯著正報酬，所以外資在賣超的資訊上，完全不具有資訊優勢。可能的原因為外資在賣的過程中，並沒有賣在最好的時間點。

表\_6 的研究參考自營商連續買超 5 天的標的物，形成買的投資組合，並參考自營商連續賣超 5 天的公司，形成賣出的投資組合，綜合兩者形成零投資組合，實證結果發現此投資組合持股一個月有 0.2% 的異常報酬，持股三個月有 0.5% 的異常報酬，持股六個月有 -2% 的異常報酬，持股一年有 -11.6% 的報酬，持股二年有 -3.3% 的報酬，持股三年有 -7.7% 的報酬。而自營商連續買賣超 7 天的投資組合也以相同的方式形成零投資組合，結果發現此投資組合持股一個月有 -2.4% 的異常報酬，持股三個月有 2.9% 的異常報酬，持股六個月有 -4.3% 的異常報酬，持股一年有 -16.4% 的報酬，持股二年有 0% 的報酬，持股三年有 -16.6% 的報酬。自營商連續買賣超 9 天的投資組合也以相同的方式形成零投資組合，結果發現此投資組合持股一個月有 -0.3% 的異常報酬，持股三個月有 9.8% 的異常報酬，持股六個月有 -1.6% 的異常報酬，持股一年有 -25.7% 的報酬，但並不顯著，持股二年有 4.2% 的報酬，持股三年有 -30.7% 的報酬，也不顯著。由上述的實證結果發現，自營商不管是連續買賣超 5 天或 7 天或 9 天的零投資組合，均沒有一定的脈絡可循，也能的原因是自營商，是以賺取買賣股票之間的價差為主，故連續持有買賣超零投資組合的報酬率並無法表達資訊具有優勢。

表 5 外資連續賣超之投資組合

外資 報酬率	連續賣超 5 天		連續賣超 7 天		連續賣超 9 天	
	家數	P 統計值	家數	P 統計值	家數	P 統計值
rets_1M	1403	0.023*** (0.003)	1171	0.023*** (0.003)	899	0.025*** (0.004)
rets_3M	1403	0.058*** (0.006)	1171	0.056*** (0.006)	899	0.062*** (0.008)
rets_6M	1403	0.103*** (0.008)	1171	0.101*** (0.009)	899	0.104** (0.011)
rets_1y	1403	0.183** (0.011)	1171	0.190** (0.013)	899	0.194** (0.016)
rets_2y	1403	0.275** (0.013)	1171	0.288** (0.015)	899	0.307** (0.018)
rets_3y	1403	0.403** (0.013)	1171	0.415** (0.017)	899	0.426** (0.021)

註：\*\*\*表示達 1%顯著水準、\*\*表示達 5%顯著水準、\*表示達 10%顯著水準。

說明：rets\_1M 表示賣超持股 1 個月的報酬率。rets\_3M 表示賣超持股 3 個月的報酬率。

rets\_6M 表示賣超持股 6 個月的報酬率。rets\_1y 表示賣超持股 1 年的報酬率。

rets\_2y 表示賣超持股 2 年的報酬率。rets\_3y 表示賣超持股 3 年的報酬率。

表 6 自營商連續買賣超之零投資組合

自營商 報酬率	連續買賣超 5 天		連續買賣超 7 天		連續買賣超 9 天	
	家數	P 統計值	家數	P 統計值	家數	P 統計值
ret_1M	430	0.002*** (0.007)	118	-0.024** (0.012)	39	-0.003** (0.026)
ret_3M	430	0.005** (0.012)	118	0.029** (0.023)	39	0.098** (0.041)
ret_6M	430	-0.020** (0.018)	118	-0.043** (0.030)	39	-0.016* (0.063)
ret_1y	430	-0.116** (0.025)	118	-0.164* (0.057)	39	-0.257 (0.122)
ret_2y	430	-0.033** (0.025)	118	-0.000** (0.046)	39	0.042* (0.088)
ret_3y	430	-0.077** (0.036)	118	-0.166* (0.078)	39	-0.307 (0.173)

註：\*\*\*表示達 1%顯著水準、\*\*表示達 5%顯著水準、\*表示達 10%顯著水準。

說明：ret\_1M 表示買賣超持股 1 個月的報酬率。ret\_3M 表示買賣超持股 3 個月的報酬率

ret\_6M 表示買賣超持股 6 個月的報酬率。ret\_1y 表示買賣超持股 1 年的報酬率

ret\_2y 表示買賣超持股 2 年的報酬率。ret\_3y 表示買賣超持股 3 年的報酬率

表 7 自營商連續買超之投資組合

自營商 報酬率	連續買超 5 天		連續買超 7 天		連續買超 9 天	
	家數	P 統計值	家數	P 統計值	家數	P 統計值
retb_1M	739	0.026*** (0.005)	326	0.023*** (0.008)	156	0.011** (0.011)
retb_3M	739	0.041*** (0.009)	326	0.027** (0.013)	156	0.035** (0.019)
retb_6M	739	0.075** (0.013)	326	0.068** (0.017)	156	0.076** (0.022)
retb_1y	739	0.126** (0.015)	326	0.167** (0.024)	156	0.223** (0.035)
retb_2y	739	0.203** (0.019)	326	0.243** (0.028)	156	0.275** (0.038)
retb_3y	739	0.306** (0.019)	326	0.342** (0.031)	156	0.386** (0.044)

註：\*\*\*表示達 1%顯著水準、\*\*表示達 5%顯著水準、\*表示達 10%顯著水準。

說明：retb\_1M 表示買超持股 1 個月的報酬率。retb\_3M 表示買超持股 3 個月的報酬率

retb\_6M 表示買超持股 6 個月的報酬率。retb\_1y 表示買超持股 1 年的報酬率

retb\_2y 表示買超持股 2 年的報酬率。retb\_3y 表示買超持股 3 年的報酬率

表\_7 的研究參考自營商連續買超 5 天的公司，形成買的投资組合，實證結果發現此投資組合持股一個月有 2.6%的異常報酬，持股三個月有 4.1%的異常報酬，持股六個月有 7.5%的異常報酬，持股一年有 12.6%的異常報酬，持股二年有 20.3%的異常報酬，持股三年有 30.6%的異常報酬。而自營商連續買超 7 天的公司，形成買的投资組合，結果發現此投資組合持股一個月有 2.3%的異常報酬，持股三個月有 2.7%的異常報酬，持股六個月有 6.8%的異常報酬，持股一年有 16.7%的異常報酬，持股二年有 24.3%的異常報酬，持股三年有 34.2%的異常報酬。自營商連續買超 9 天的公司，形成買的投资組合，結果發現此投資組合持股一個月有 1.1%的異常報酬，持股三個月有 3.5%的異常報酬，持股六個月有 7.6%的異常報酬，持股一年有 22.3%的異常報酬，持股二年有 27.5%的異常報酬，持股三年有 38.6%的異常報酬。由上述的實證結果發現，自營商連續買超 5 天的投資組合和連續買超 7 天的投資組合和連續買超 9 天的投資組合，從縱向來看持有一個月至三年的報酬率是呈遞增的正報酬現象，但從橫向來看在連續買超 5 天持有一年的報酬率是 12.6%，和連續買超 7 天持有一年的報酬率是 16.7%和連續買超 9 天持有一年的報酬率是 22.3%有遞增的趨勢，且持有二年與三年的買超也有一樣情形，可知自營商在長期的買超具有正的資訊優勢。

表\_8 的研究參考自營商連續賣超 5 天的公司，形成賣的投资組合，實證結果發現此投資組合持股一個月有 1.4%的異常報酬，持股三個月有 3.3%的異常報酬，持股六個月有 8%的異常報酬，持股一年有 22.7%的異常報酬，持股二年有 18.7%的異常報酬，持股三年有 35.9%的異常報酬。而自營商連續賣超 7 天的公司，形成賣的投资組合，結果發現此投資組合持股一個月有 1.3%的異常報酬，持股三個月有 3.1%的異常報酬，持股六個月有 9.2%的異常報酬，持股一年有 30%的異常報酬，持股二年有 16.9%的異常報酬，持股三年有 43.9%的異常報酬。自營商連續賣超 9 天的公司，形成賣的投资組合，結果發現此投資組合持股一個月有 0.1%的異常報酬，持股三個月有 3.1%的異常報酬，持股六個月有 11.8%的異常報酬，持股一年有 41.3%的異常報酬，持股二年有 17.6%的異常報酬，持股三年有 58.9%的異常報酬。實證結果發現自營商在賣超的投资組合上，與外資在賣超的投资組合上有相同的情形，所以自營商在賣超的投资組合上，完全不具有資訊優勢。



表 8 自營商連續賣超之投資組合

自營商 報酬率	連續賣超 5 天		連續賣超 7 天		連續賣超 9 天	
	家數	P 統計值	家數	P 統計值	家數	P 統計值
rets_1M	819	0.014*** (0.004)	439	0.013*** (0.006)	239	0.001*** (0.008)
rets_3M	819	0.033*** (0.008)	439	0.031** (0.011)	239	0.031** (0.014)
rets_6M	819	0.080** (0.012)	439	0.092** (0.016)	239	0.118** (0.023)
rets_1y	819	0.227** (0.018)	439	0.300** (0.028)	239	0.413** (0.041)
rets_2y	819	0.187** (0.019)	439	0.169** (0.025)	239	0.176** (0.035)
rets_3y	819	0.359** (0.020)	439	0.439** (0.029)	239	0.589** (0.039)

註：\*\*\*表示達 1%顯著水準、\*\*表示達 5%顯著水準、\*表示達 10%顯著水準。

說明：rets\_1M 表示賣超持股 1 個月的報酬率。rets\_3M 表示賣超持股 3 個月的報酬率

rets\_6M 表示賣超持股 6 個月的報酬率。rets\_1y 表示賣超持股 1 年的報酬率

rets\_2y 表示賣超持股 2 年的報酬率。rets\_3y 表示賣超持股 3 年的報酬率

表\_9 的研究參考投信連續買超 5 天的標的物，形成買的投资組合，並參考投信連續賣超 5 天的公司，形成賣出的投資組合，綜合兩者形成零投資組合，實證結果發現此投資組合持股一個月有 1.2%的異常報酬，持股三個月有 2.2%的異常報酬，持股六個月有 3.3%的異常報酬，持股一年有 0.1%的報酬，持股二年有-4.4%的報酬，持股三年有-0.4%的報酬。而投信連續買賣超 7 天的投資組合也以相同的方式形成零投資組合，結果發現此投資組合持股一個月有 1.8%的異常報酬，持股三個月有 2.3%的異常報酬，持股六個月有 3.2%的異常報酬，持股一年有-2.3%的報酬，持股二年有-6.7%的報酬，持股三年有-1.7%的報酬。投信連續買賣超 9 天的投資組合也以相同的方式形成零投資組合，結果發現此投資組合持股一個月有 4.4%的異常報酬，持股三個月有 6.6%的異常報酬，持股六個月有 12.3%的異常報酬，持股一年有 4.9%的報酬，持股二年有-2.5%的報酬，持股三年有 4.5%的報酬。由上述的實證結果發現，連續買賣超所形成的零投資組合，在持有越長的時間上並沒有越高的績效，可能的原因是投信有績效的考量，其持股有一定的單位。但在投信連續買賣超 5 天、連續買賣超 7 天、連續買賣超 9 天的持股，從縱向來看，持股一個月至六個月的報酬率呈現遞增的情形，另外從橫向來看，投信連續買賣超 5 天持股一個月的報酬率是 1.2%，連續買賣超 7 天持股一個月的報酬率是 2.2%，連續買賣超 9 天持股一個月的報酬率是 3.3%，有持續增加的趨勢，而持股三個月與持股六個月，都有相同的趨勢產生。此現象也告訴我們，投信在零投資組合之短期持股上是有正報酬的情況，具有短期的資訊優勢。

表9 投信連續買賣超之零投資組合

投 信 報酬率	連續買賣超 5 天		連續買賣超 7 天		連續買賣超 9 天	
	家數	P 統計值	家數	P 統計值	家數	P 統計值
ret_1M	1212	0.012*** (0.003)	612	0.018*** (0.006)	221	0.044** (0.011)
ret_3M	1212	0.022*** (0.006)	612	0.023** (0.011)	221	0.066** (0.020)
ret_6M	1212	0.033*** (0.010)	612	0.032** (0.019)	221	0.123** (0.032)
ret_1y	1212	0.001** (0.014)	612	-0.023** (0.026)	221	0.049** (0.042)
ret_2y	1212	-0.044** (0.016)	612	-0.067** (0.029)	221	-0.025** (0.041)
ret_3y	1212	-0.004** (0.018)	612	-0.017** (0.035)	221	0.045* (0.055)

註：\*\*\*表示達 1%顯著水準、\*\*表示達 5%顯著水準、\*表示達 10%顯著水準。

說明：ret\_1M 表示買賣超持股 1 個月的報酬率。ret\_3M 表示買賣超持股 3 個月的報酬率

ret\_6M 表示買賣超持股 6 個月的報酬率。ret\_1y 表示買賣超持股 1 年的報酬率

ret\_2y 表示買賣超持股 2 年的報酬率。ret\_3y 表示買賣超持股 3 年的報酬率

表\_10 的研究參考投信連續買超 5 天的公司，形成買的投资組合，實證結果發現此投資組合持股一個月有 3.3%的報酬，持股三個月有 7.2%的報酬，持股六個月有 13.2%的報酬，持股一年有 18.3%的報酬，持股二年有 20.3%的報酬，持股三年有 33%的報酬。而投信連續買超 7 天的公司，形成買的投资組合，結果發現此投資組合持股一個月有 3.3%的異常報酬，持股三個月有 6.7%的異常報酬，持股六個月有 13.3%的異常報酬，持股一年有 19.9%的異常報酬，持股二年有 20%的異常報酬，持股三年有 33.3%的異常報酬。投信連續買超 9 天的公司，形成買的投资組合，結果發現此投資組合持股一個月有 3.3%的異常報酬，持股三個月有 6.8%的異常報酬，持股六個月有 14%的異常報酬，持股一年有 20.5%的異常報酬，持股二年有 19.7%的異常報酬，持股三年有 33.1%的異常報酬。由上述的實證結果發現投信連續買超 5 天的投資組合、連續買超 7 天的投資組合和連續買超 9 天的投資組合，從縱向來看持有一個月至一年的報酬率是呈遞增的正報酬現象，但從橫向來看在連續買超 5 天持有一個月的報酬率是 3.3%，連續買超 7 天持有一個月的報酬率是 3.3%和連續買超 9 天持有一個月的報酬率也是 3.3%來看，增加買超的天數並沒有增加報酬，在其他的持有期間二者的報酬率也幾乎相當，也就是說投信在買超具有正的資訊優勢，但不隱含買超持股增加越長就有越高的報酬。

表\_11 的研究參考投信連續賣超 5 天的公司，形成賣的投资組合，實證結果發現此投資組合持股一個月有 2%的異常報酬，持股三個月有 5.2%的異常報酬，持股六個月有 10%的異常報酬，持股一年有 18.7%的異常報酬，持股二年有 24.7%的異常報酬，持股三年有 33.4%的異常報酬。而投信連續賣超 7 天的公司，形成賣的投资組合，結果發現此投資組合持股一個月有 2.2%的異常報酬，持股三個月有 6.4%的異常報酬，持股六個月有 12.1%的異常報酬，持股一年有 22.2%的異常報酬，持股二年有 26.4%的異常報酬，持股三年有 34.3%的異常報酬。投信連續賣超 9 天的公司，形成賣的投资組合，結果發現此投資組合持股一個月有 2.3%的異常報酬，持股三個月有 6.6%的異常報酬，持股六個月有 12.1%的異常報酬，持股一年有 22.8%的異常報酬，持股二年有 23.6%的異常報酬，持股三年有 32.4%的異常報酬。由上述的實證結果發現投信在連續賣超的投资組合上，為不顯著的負報酬，完

全不具有資訊優勢。可能的原因是投信的投資人在贖回基金的過程中，並沒有資訊上的優勢，所以並不是賣在最有利的時間點。

表 10 投信連續買超之投資組合

投 信	連續買超 5 天		連續買超 7 天		連續買超 9 天				
	報酬率	家數	P 統計值	家數	P 統計值	家數	P 統計值		
retb_1M	1211	0.033***	(0.003)	995	0.033***	(0.004)	593	0.033***	(0.006)
retb_3M	1211	0.072***	(0.007)	995	0.067***	(0.008)	593	0.068**	(0.011)
retb_6M	1211	0.132***	(0.010)	995	0.133**	(0.013)	593	0.140**	(0.018)
retb_1y	1211	0.183**	(0.012)	995	0.199**	(0.016)	593	0.205**	(0.023)
retb_2y	1211	0.203**	(0.013)	995	0.200**	(0.016)	593	0.197**	(0.022)
retb_3y	1211	0.330**	(0.014)	995	0.333**	(0.019)	593	0.331**	(0.028)

註：\*\*\*表示達 1%顯著水準、\*\*表示達 5%顯著水準、\*表示達 10%顯著水準。

說明：retb\_1M 表示買超持股 1 個月的報酬率。retb\_3M 表示買超持股 3 個月的報酬率

retb\_6M 表示買超持股 6 個月的報酬率。retb\_1y 表示買超持股 1 年的報酬率

retb\_2y 表示買超持股 2 年的報酬率。retb\_3y 表示買超持股 3 年的報酬率

表 11 投信連續賣超之投資組合

投 信	連續賣超 5 天		連續賣超 7 天		連續賣超 9 天				
	報酬率	家數	P 統計值	家數	P 統計值	家數	P 統計值		
rets_1M	1371	0.020***	(0.003)	888	0.022***	(0.004)	490	0.023***	(0.006)
rets_3M	1371	0.052***	(0.007)	888	0.064***	(0.009)	490	0.066**	(0.012)
rets_6M	1371	0.100***	(0.010)	888	0.121**	(0.015)	490	0.121**	(0.020)
rets_1y	1371	0.187**	(0.013)	888	0.222**	(0.020)	490	0.228**	(0.028)
rets_2y	1371	0.247**	(0.016)	888	0.264**	(0.025)	490	0.236**	(0.035)
rets_3y	1371	0.334**	(0.016)	888	0.343**	(0.025)	490	0.324**	(0.036)

註：\*\*\*表示達 1%顯著水準、\*\*表示達 5%顯著水準、\*表示達 10%顯著水準。

說明：rets\_1M 表示賣超持股 1 個月的報酬率。rets\_3M 表示賣超持股 3 個月的報酬率

rets\_6M 表示賣超持股 6 個月的報酬率。rets\_1y 表示賣超持股 1 年的報酬率

rets\_2y 表示賣超持股 2 年的報酬率。rets\_3y 表示賣超持股 3 年的報酬率

## 伍、結論

根據三大法人投資機構(外資、自營商、投信)買賣超的日資料，研究法人投資機構是否具有資訊的優勢。結論為無論外資、投信、自營商都不具有資訊優勢，同時發現零投資組合策略下，三者均顯著為負報酬，說明機構投資人若不是買的資訊有誤，就是賣的資訊不足。進一步的研究分類為買超或賣超的投資策略組合，發現外資買超具有正的顯著異常報酬，也就是說外資在投資策略中在買超是具有選擇資訊的優勢，但是在賣超方面，外資是不顯著的負報酬，也就是說外資在賣超的過程中，有資訊不足的現象，並不是賣在最有利的時間點。研究也發現自營商買超的投資組合在長期具有正的資訊優勢。投信買超的投資組合具有正的資訊優勢，但不隱含買超持股期間越長就有越高的報酬，但在短期買超的投資組合有正的異常報酬，並且有增加的趨勢。而投信賣超的投資組合並不具有資訊優勢，也就是告訴我們投信在投資人贖回的壓力，因此基金經理人無法選擇最佳賣點出脫。

綜合以上的論述，得知無論外資、自營商、投信以買賣超之零投資組合和賣超之投資組合，都不具有資訊優勢，但在外資、自營商、投信以買超之投資組合中發現具有正的顯著異常報酬，具有選擇資訊的優勢。且自營商以買超之投資組合在長期投資具有正的資訊優勢。投信以買超之投資組合在短期投資具有正的異常報酬。

## 參考文獻

- [1] 王升建，2009，外資券商在台灣投資行為研究，世新大學財務金融研究所碩士論文。
- [2] 吳精展，2004，外資持股比率與持股比率變動對股價之影響，國立中正大學財務金融研究所碩士論文。
- [3] 馬宏志，2006，法人買賣訊息後股價反應之研究，國立雲林科技大學財務金融研究所碩士論文。
- [4] 黃懷慶，2000，台灣股市三大機構投資人(外資、投信與自營商)投資行為之實證研究，朝陽科技大學財務金融研究所碩士論文。
- [5] 陳彥豪，2002，外資與投信法人持股比率變化對股價報酬率影響之研究~以上市電子股為例，國立中山大學財務管理學研究所碩士論文。
- [6] 郭富源，2007，外資買賣超對投資績效的影響-以台灣 50 指數為例，國立中央大學財務金融研究所碩士論文。
- [7] 賴倫志，2005，外資買賣超對台灣股價加權指數影響之研究，樹德科技大學金融保險研究所碩士論文。