

東海大學高階經營管理碩士在職專班(研究所)

碩士學位論文

從財富創造探討多角化投資組合重要性之研究

**Apply Wealth Creation to Explore the Importance of
Well-Diversified Portfolios**

指導教授：徐啟升 博士
研 究 生：廖炎樹 撰

中華民國 108 年 7 月

論文名稱: 從財富創造探討多角化投資組合重要性之研究

校所名稱: 東海大學高階經營管理碩士在職專班(研究所)

畢業時間: 108 年 7 月

研究生: 廖炎樹

指導教授: 徐啟升博士

論文摘要:

本文旨在以投資者的角度來探討台灣股票市場上市櫃公司之投資期間財富創造金額以及累積財富創造比率，藉以驗證長期持有多角化股票投資組合的重要性。本研究以 2009 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日為研究期間，並以台灣全體上市櫃公司股票(含已下市下櫃股票)為研究對象，合計 1,803 家上市櫃公司。

研究結果顯示，財富創造金額最高之 132 家公司，即已占全體樣本公司之總財富創造金額的 90%；換言之，7.32%的樣本公司創造出 90%的財富。財富創造金額最高之 20 家公司，占全體樣本公司之總財富創造金額的 60%；換言之，1.11%的樣本公司創造出 60%的財富，充分顯示樣本期間內樣本公司之財富創造金額具高度右偏現象。此一右偏現象強調了形成多角化投資組合的重要性；一個未多角化的投資組合可能沒有包含了少數的明星股票，以致其報酬率低於整體股市。因此，本研究建議投資於包含整體股票市場的指數型基金或 ETF。

關鍵詞：財富創造金額，多角化投資組合

Title of Thesis: Apply Wealth Creation to Explore the Importance of Well-Diversified
Portfolios

Name of Institute: Executive Master of Business Administration, Tunghai University

Graduation Time: 07/2019

Student Name: LIAO, YEN-SHU

Advisor Name: HSU, CHI-SHENG

Abstract

Using 1,803 listed and delisted companies in the Taiwan stock market during the period of January 2009 to December 2018 as a sample, this study calculates wealth creation dollars and the percentage of wealth creation from investors' perspective of each sample company, and explores the importance of constructing a long-term well-diversified portfolio.

The empirical results show that, based on the rank of wealth creation dollars, top 132 companies account for 90% of the total amount of wealth creation dollars from all sample companies. In other words, 7.32% of sample companies create 90% of the total wealth creation. Moreover, top quintile companies account for 60% of the total amount of wealth creation dollars. That is, 1.11% of sample companies represent 90% of the total wealth creation. The above findings indicate that wealth creations of sample companies are highly positively skewed. This right-skewed distribution supports the importance of constructing a long-term well-diversified portfolio. A non-diversified portfolio may not contain a small number of star companies with highest dollars of wealth creation such that it underperforms the stock market. Accordingly, it is better for individual investors to invest in the stock-market index funds or ETFs.

Key words: Wealth Creation Dollar , Diversified Portfolio

目次

第一章緒論.....	第 1 頁
第二章資料與研究方法.....	第 5 頁
第三章實證結果與分析.....	第 8 頁
第四章結論與建議.....	第 15 頁
參考文獻.....	第 17 頁



第一章 緒論¹

有鑑於一般投資者資源不足、財富稀少，專業知識與資訊不足導致分析能力較低落，容易判斷錯誤，導致投資血本無歸，在茫茫股海中，如何選對投資標的，做好適合自己的最佳投資組合，為投資決策重要關鍵。坊間充斥著許許多多的投資方法，甚至推薦擇時投資(Market timing)；據此，本研究擬從財富創造角度，探討多角化投資組合的重要性，提供建議給投資者參考。

股票、債券以及國庫券的長期歷史平均報酬率顯示，股票的長期平均報酬率高於債券長期平均報酬率，並且高於國庫券的長期平均利率；例如，以美國為例，從 1926 年至 2016 年期間，美國大型股的平均年報酬率為 10%，美國長期公司債平均年報酬率為 6%，美國國庫券平均年報酬率是 3.5%。但是，這些都是從「市場」之歷史平均的角度來看，投資者個人應如何經由實際投資「個股」或形成「投資組合」去獲得這樣的長期平均報酬率，則是有待進一步探討。

Bessembinder (2018)以 1926~2016 期間美國上市公司之 25,967 支股票為樣本，並以 CRSP 之月報酬率資料為資料來源，且假設個別樣本公司之全體投資者於 1926 年年初開始投資(若於其後才上市，則以上市日開始投資日)，且投資至 2016 年止(若於此一期間內下市，則以下市日為投資終止日)。其研究結果發現，在樣本期間內，高達 50.5%的樣本公司之樣本期間買進持有報酬率(life-time horizon buy-and-hold return)是負值，更令人訝異的是，僅僅有 42.6%的樣本公司之樣本期間買進持有報酬率高於同一時期之一個月期國庫券累積報酬率。

為何股票市場的長期平均報酬率會高於一個月期國庫券之長期平均報酬率，但從上述樣本期間之買進持有報酬率來看，卻發現大部分個股之累積報酬率低於同一時期之一個月期國庫券累積報酬率？其因是個別股票報酬率分配的右偏 (Positively skewed)現象所造成；亦即，少數的股票具有相當高的超額報酬率，以

¹ 本研究參考徐啟升(2019)之未出版論文，以及其所提供之 SAS 程式。

致於拉高了整個股票市場的平均報酬率。從另一方面來看，前述之買進持有報酬率的計算係從投資者個人之角度來計算，包含期初投入金額與股利再投資；但是，因為現金股利是直接匯入投資者個人存款帳戶，投資者的實際投資行為是不會將股利再投資的。另外，除了期初投入資金之外，投資者會參與上市公司之現金增資認購，且當公司辦理股票購回時，投資者自然會參與並回收部分資金。因此，Bessembinder (2018)認為應從「個別樣本公司」之「全體投資者」角度來計算樣本期間之財富創造金額(Dollar wealth creation)，才能真實反應投資者實際投資結果。

Bessembinder (2018)實證發現有高達 57.9%的樣本公司其於樣本期間之財富創造金額低於同一時期之一個月期國庫券的累積收益(假設同一樣本公司之全體投資者於期初時將全部資金投入一個月期國庫券並維持投資至期末)，另有高達 37.8%的樣本公司其於樣本期間之財富創造金額僅僅稍微高於同一時期之一個月期國庫券的累積收益，只有 4.3% (個別公司財富創造金額最高之 1,092 家)的樣本公司其於樣本期間之財富創造金額顯著高於同一時期之一個月期國庫券的累積收益。更引人注意的是，個別財富創造金額最高之 90 家樣本公司(占全體 25,322 樣本公司之 0.36%)所累積之財富創造金額貢獻給全體樣本公司之累積財富創造金額達 50%。雖然個別股票報酬率分配的右偏亦會引發財富創造金額右偏現象，且過往長期正向平均報酬率也會使得大型股有較高財富創造金額進而導致財富創造金額右偏現象，但是上述之財富創造金額高度右偏(集中在極少數幾家公司)現象是令人意想不到的。

舉例而言。若投資者在 1965 年初投資 1 美元於 Warrant Buffet 之 Berkshire Hathaway，則在 2017 年初時，其價值將達 18,500 美元。但是，若在 1965 年同樣以 1 美元投資在 S&P 500 指數型基金，則在 2017 年初時將獲得 123 美元。從上述例子可知，投資整個市場(大盤)享有長期平均高報酬率；若沒有去投資整個市場，而是去選擇個股投資，雖然有可能選到 Berkshire Hathaway，享有超級高額報酬率，但亦可能選取到在存續期間其累積報酬低於一個月國庫券累積報酬之公司(占 57.4%的樣本公司)。若是不幸的選中 Enron 或 WorldCom，可能就血本無歸。

上述發現之投資意涵在於投資者如何去找出這些超級贏家來享受高額報酬。但若以前述比率來看，只有 4.3%的樣本公司之樣本期間財富創造金額顯著高於同一時期之一個月期國庫券的累積收益，僅僅 0.36%的樣本公司所累積之財富創造金額即占全樣本公司累積財富創造金額之 50%，找出這些超級贏家宛如在購買樂透。換言之，投資個股就像購買彩券一樣，有很高的機率是不會中獎，故要去挑選出這些僅占 4.3% (或是 0.36%) 的樣本公司，極為依賴運氣。況且，假如投資者幸運地買到這些相對少數的個股，還必需要有極大的耐心與毅力，願意承受短期的財富損失，這些個股才有可能成為投資者手中的超級股票

方昭鏞(2014)及張家瑜(2014)皆實證發現台灣上市公司的個股股票報酬率分配存在正偏的現象；另外，彭政元(2015)亦實證發現台灣上市股票報酬率平均呈現正報酬與右偏型態。因此，本研究首先驗證台灣股票市場(含上市櫃公司以及已下市上市櫃公司)之個股報酬率分配(於 2009 年至 2018 年期間)是否存在右偏現象？其次，本研究利用 Bessembinder (2018)之財富創造金額模型，計算樣本期間內各個樣本公司之財富創造金額、財富創造金額比率以及財富創造累積比率，並就個別樣本公司之全體投資者投資角度，據以判斷台灣股票市場是否有財富創造高度集中在極少數明星股票(右偏)現象，從而提供投資者建構多角化投組合重要性之建議。

根據傳統的投資組合理論，建議至少應該擁有 15-30 支股票才能達到最佳化的投資組合。但是，如果台灣股票市場具有財富創造高度集中在極少數明星股票現象，且萬一投資者擁有的投資組合沒有包含超級明星股票，則勢必會蒙受相當之損失。因此，與其去形成未足夠多角化的投資組合，不如投資於包含整體股市之指數型股票基金(Stock index funds)或 ETF (Exchange Trade Funds)；如此一來，可以確保必然包含超級明星股票，若能長期持有，將享有超額報酬。歷史告訴我們，股票的長期報酬是遠高於國庫券利率，投資於整體股市之指數型股票基金或 ETF 可以確保投資者在長期平均報酬率上獲得更安全的回報，而不會像座雲霄飛車似的或者是像買彩券似的追逐極少數明星股。

第二章 資料與研究方法

本文乃參照 Bessembinder (2018)之財富創造(wealth creation)模型來探討台股股票市場之財富創造效果，藉以驗證多角化長期持有風險性股票投資組合之重要性。本研究以 2009 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日為研究期間，並以台灣全體上市櫃公司股票(含已下市下櫃股票)為研究對象，合計 1,803 家上市櫃公司，研究樣本數達 177,187 筆月資料。

假設 W_0 表示投資者的初始財富，並假設 T 期的投資期間；投資者在 t 期，將其財富一部分投資於銀行定期存款，其利率為 R_{ft} ，另一部分投資於風險性資產(股票)，其報酬率為 R_t 。本文依循徐啟升與李滄靖(2008)，以台灣前五大銀行之一個月定期存款平均利率衡量無風險利率(R_{ft})。

另外，此一 t 期之股票報酬率(R_t)是由資本利得率(R_{ct})以及股利殖利率(R_{dt})所組成；亦即， $R_t = R_{ct} + R_{dt}$ 。另外，假設前述股利是返還給投資者的債券帳戶(投資在國庫券之帳戶)。除了股利收入之外，投資者還可能從債券帳戶額外提撥部份金額投資在風險性資產(股票)，假定 F_t 代表此一額外提撥投資在風險性資產(股票)的金額。

再者，假設 W_t 、 B_t 、和 I_t 分別表示投資者在 t 時期的總財富、在無風險債券(國庫券或定存)帳戶的財富價值、以及在風險性資產(股票)帳戶中的財富價值，故在 t 期時， $W_t = B_t + I_t$ 。

依據於上述假設，在 t 期時，投資者在無風險債券帳戶中的財富價值(B_t)，等於前一期國庫券投資金額累計至本期之本利和($B_{t-1}*(1+R_{ft})$)，加上前一期投資在股票而致本(t)期領取之現金股利($I_{t-1}*R_{dt}$)，再減去本(t)期所額外提撥投資在股票的金額(F_t)；亦即， $B_t = B_{t-1}(1+R_{ft}) + I_{t-1}*R_{dt} - F_t$ 。

再者，投資者在風險性資產(股票)帳戶中的財富價值(I_t)，等於前一期股票的投資金額(I_{t-1})乘以資本利得報酬率($1+R_{ct}$)，再加上本期額外提撥投資在股票資的金額(F_t)；亦即， $I_t = I_{t-1}*(1+R_{ct}) + F_t$ ；

將上列 B_t 以及 I_t 兩式帶入 $W_t = B_t + I_t$ 得，可得

$$W_t = B_{t-1}*(1+R_{ft}) + I_{t-1}*(1+R_t) \quad (1)$$

再由 $B_{t-1} = W_{t-1} - I_{t-1}$ ，可將式(1)改寫成：

$$W_t - W_{t-1}*(1+R_{ft}) = I_{t-1}*(R_t - R_{ft}) \quad (2)$$

此時， t 期從國庫券帳戶提撥投資在股票之金額(F_t)以及股利殖利率(R_{dt})已從公式(1)與(2)中消失。公式(2)中， $W_{t-1}*(1+R_{ft})$ 代表「假若 $t-1$ 期的財富中，完全沒有去投資股票，而是全部投資在一個月期的國庫券或是銀行定期存款」於一期後(即 t 期)之財富； W_t 代表「前一期(即 $t-1$ 期)有部分金額投資於國庫券、其餘金額投資於股票」之本期(即 t 期)財富；是故， $W_t - W_{t-1}*(1+R_{ft})$ 即是代表投資者於期初沒有把財富完全投資在國庫券所創造出來之新增財富(Wealth creation)。公式(2)顯示，此一期之「財富創造」可以利用期初投資於股票的金額(I_{t-1})乘上風險溢酬($R_t - R_{ft}$)獲得；亦即， $I_{t-1}*(R_t - R_{ft})$ 。

最後，利用公式(2)逐期遞延推算，由第 0 期至第 T 期(期末)，並定義由 t 期至 T 期之複利因子($FV_{t,T}$)為：

$$FV_{t,T} = (1+R_{f,t+1})*(1+R_{f,t+2})*(1+R_{f,t+3})*...*(1+R_{f,T}) \quad (3)$$

應用公式(2)與(3)可以得到以下公式：

$$\begin{aligned} W_T - W_0 * FV_{0,T} &= I_0*(R_1 - R_{f1}) * FV_{1,T} + I_1*(R_2 - R_{f2}) * FV_{2,T} + \dots \\ &+ I_{T-2}*(R_{T-1} - R_{f,T-1}) * FV_{T-1,T} + I_{T-1}*(R_T - R_{fT}) \end{aligned} \quad (4)$$

公式(4)中，等號之左邊可以解釋為投資者於各期之間投資於股票和銀行定存所獲得的最終財富與投資者於期初時完全投資於國庫券(或銀行定期存款)時獲得的最終財富之間的差額(Dollar wealth creation)。公式(4)中之等號之右邊顯示，樣

本期間財富創造總金額可以利用：將第 1 期至第 T 期中，每一期所創造出單期財富自下一期起皆複利至期末(T)，並加總起來。

在應用公式(4)上，旨在以個別樣本公司之全體投資者的角度來探討全體財富之變化，故定義第 0 期財富(W_0)為個別樣本公司之期初市值(股價乘以發行在外的股票)，各期(月)期初之市值為投資者投資於股票的財富價值(I_t)。

除了計算財富創造金額，本研究亦計算全體樣本公司之持有期間(買入持有)月幾何平均報酬率與持有期間(買入持有)的年幾何平均報酬率，藉以確認台灣股票市場之個股報酬率分配是否具有右偏現象。



第三章 實證結果與分析

本文旨在以投資者的角度來探討台灣股票市場上市櫃公司於投資期間之累積財富創造(wealth creation)金額以及累積財富創造比率，藉以驗證長期持有多角化股票投資組合的重要性。本研究以 2009 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日為研究期間，並以台灣全體上市櫃公司股票(含已下市下櫃股票)為研究對象，研究樣本含 1,803 家上市櫃公司，研究樣本數達 177,187 筆月資料。在實證作法上，本文參考 Bessembinder (2018)之財富創造模型，旨在以個別樣本公司內之全體投資者的角度，來探討全體投資者之財富於樣本期間內的變化；據此，若樣本公司於樣本期間起始日(2009 年 1 月 1 日)已上市，則第 0 期財富為 2009 年 1 月 1 日之公司市值；若於其後才上市櫃，則第 0 期財富為上市櫃後之該月初市值。

為求探討台灣股票市場之個股報酬率分配的右偏現象，本研究計算樣本公司於樣本期間之買進持有幾何平均年報酬率。圖 1 顯示，個股報酬率分配呈現明顯右偏現象；亦即，少數的股票具有相當高的超額報酬率，以致於拉高了整個股票市場的平均報酬率。

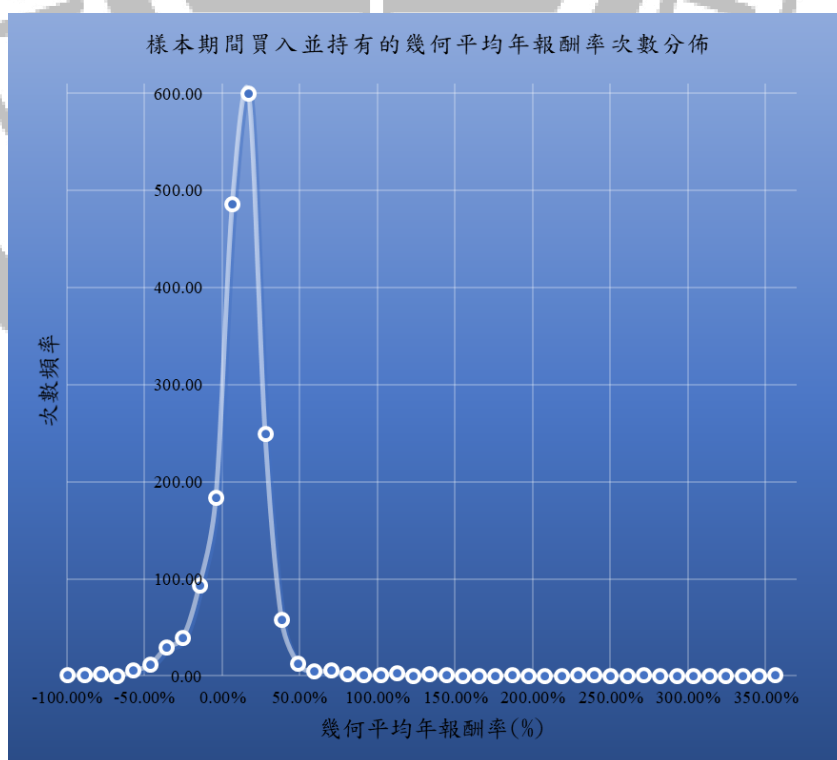


圖 1 樣本期間買入持有之幾何平均年報酬率次數分佈圖

進一步計算樣本公司幾何平均年報酬率之敘述統計值，發現平均報酬率為 6.12%，中位數為 7.29%，偏態係數高達 3.97；因此，本研究所發現之股票報酬率右偏現象，與方昭鏞(2014)、張家瑜(2014)及彭政元(2015)之實證結果一致。

再者，利用「個別樣本公司」之「全體投資者」角度，來計算樣本期間之財富創造金額；實證結果發現，個別公司財富創造金額最高之 286 家的樣本公司(占全體樣本公司之 15.9%)於樣本期間之財富創造累計金額已達全體樣本公司之總財富創造金額的 100%；亦即，約 16%的樣本公司即已貢獻出 10 年樣本期間之全體台灣股市淨財富創造。有 594 家樣本公司(占全體樣本公司之 32.9%)於樣本期間之財富創造金額低於同一投資期間之一個月期國庫券的累積收益(假設同一樣本公司之全體投資者於期初時將全部資金投入一個月期國庫券並維持投資至期末)，另有高達 923 家的樣本公司(占全體樣本公司之 51.2%)於樣本期間之財富創造金額僅稍微高於同一投資期間之一個月期國庫券的累積收益。上述 923 家(51.2%)公司之財富創造金額與另外之 594 家(32.9%)樣本公司的財富創造金額相互抵消。令人驚訝的是，個別財富創造金額最高之 132 家公司(占全體樣本公司之 7.3%)，即已貢獻出全體樣本公司之總財富創造金額的 90%；換言之，7.3%的樣本公司創造出 90%的財富，顯著證明台灣股票市場之財富創造金額高度右偏(集中在極少數幾家公司)現象。

表 1 為個別財富創造最佳的 50 家公司之財富創造金額、比率以及累積比率。表 1 顯示，個別財富創造最佳的 20 家公司之累積財富創造金額占全體樣本公司之總財富創造金額的 60%；換言之，僅 1.11%的樣本公司創造出高達 60%的財富。樣本期間內財富創造最高之公司是台積電，共創造出約 5.8 兆台幣之價值，佔全體財富創造比率 25.1%；可見台積電之全體投資者於樣本期間之 10 年內，享有超級幅度的財富創造。第二大財富創造者為鴻海，創造了約 7,752 億台幣的財富，佔全體財富創造比率 3.36%。雖然本研究之財富創造金額係假設期初投資財富為

公司市值，致長期正向平均報酬率會使得大型股有較高財富創造金額，但是台積電之財富創造比率高達 25%，充分說明了財富創造極度右偏現象。



表 1 樣本期間內財富創造價值最高之前 50 家公司

排序	Code	公司	總財富創造 (百萬)	財富創造占 樣本比率	財富創造累 積比率	幾何平均 年報酬率	樣本 月數
1	2330	台積電	5,776,572	25.07%	25.07%	22.1%	120
2	2317	鴻海	775,234	3.36%	28.43%	9.8%	120
3	6505	台塑化	675,866	2.93%	31.36%	8.7%	120
4	2412	中華電	666,145	2.89%	34.25%	9.8%	120
5	1301	台塑	608,325	2.64%	36.89%	14.6%	120
6	1326	台化	605,863	2.63%	39.52%	15.5%	120
7	1303	南亞	532,884	2.31%	41.83%	12.6%	120
8	3008	大立光	450,305	1.95%	43.79%	34.3%	120
9	2881	富邦金	399,077	1.73%	45.52%	12.4%	120
10	1216	統一	378,377	1.64%	47.16%	17.3%	120
11	3045	台灣大	361,716	1.57%	48.73%	13.6%	120
12	2311	日月光	358,645	1.56%	50.29%	23.4%	112
13	2882	國泰金	353,253	1.53%	51.82%	7.9%	120
14	2912	統一超	327,102	1.42%	53.24%	20.2%	120
15	2886	兆豐金	309,300	1.34%	54.58%	14.2%	120
16	2891	中信金	300,175	1.30%	55.88%	13.1%	120
17	2308	台達電	267,447	1.16%	57.04%	11.8%	120
18	4904	遠傳	231,744	1.01%	58.05%	13.3%	120
19	2382	廣達	201,238	0.87%	58.92%	10.4%	120
20	2002	中鋼	188,061	0.82%	59.74%	5.8%	120
21	2357	華碩	182,236	0.79%	60.53%	9.7%	120
22	2884	玉山金	163,682	0.71%	61.24%	18.7%	120
23	2474	可成	161,534	0.70%	61.94%	19.6%	120
24	2207	和泰車	160,161	0.69%	62.64%	22.1%	120
25	2892	第一金	152,841	0.66%	63.30%	9.8%	120
26	2327	國巨	150,516	0.65%	63.95%	40.3%	120
27	2105	正新	149,733	0.65%	64.60%	15.7%	120
28	2395	研華	149,114	0.65%	65.25%	23.9%	120
29	2325	矽品	128,815	0.56%	65.81%	12.4%	112
30	9910	豐泰	127,965	0.56%	66.36%	37.3%	120

表 1 (續) 樣本期間內財富創造價值最高之前 50 家公司

排序	Code	公司	總財富創造 (百萬)	財富創造占 樣本比率	財富創造累 積比率	幾何平均 年報酬率	樣本 月數
31	2887	台新金	116,597	0.51%	66.87%	16.6%	120
32	1402	遠東新	113,008	0.49%	67.36%	8.7%	120
33	2303	聯電	112,698	0.49%	67.85%	8.3%	120
34	5347	世界	110,890	0.48%	68.33%	28.2%	120
35	2801	彰銀	110,887	0.48%	68.81%	10.0%	120
36	2880	華南金	110,720	0.48%	69.29%	7.7%	120
37	5871	中租-KY	107,469	0.47%	69.76%	29.0%	84
38	1101	台泥	105,671	0.46%	70.22%	9.0%	120
39	1476	儒鴻	104,993	0.46%	70.67%	52.1%	120
40	3034	聯詠	104,809	0.45%	71.13%	23.4%	120
41	3474	台灣美光	103,411	0.45%	71.58%	18.2%	95
42	2454	聯發科	103,086	0.45%	72.02%	4.7%	120
43	2227	裕日車	102,265	0.44%	72.47%	32.9%	120
44	2301	光寶科	100,912	0.44%	72.90%	13.6%	120
45	4938	和碩	98,029	0.43%	73.33%	11.1%	102
46	9904	寶成	94,125	0.41%	73.74%	13.8%	120
47	5880	合庫金	91,489	0.40%	74.14%	8.1%	84
48	2823	中壽	91,207	0.40%	74.53%	19.7%	120
49	6488	環球晶	90,598	0.39%	74.92%	61.5%	39
50	2356	英業達	89,960	0.39%	75.32%	17.6%	120

註：財富創造之計算已扣除國庫券利率，幾何平均年報酬率之計算未扣除國庫券利率。

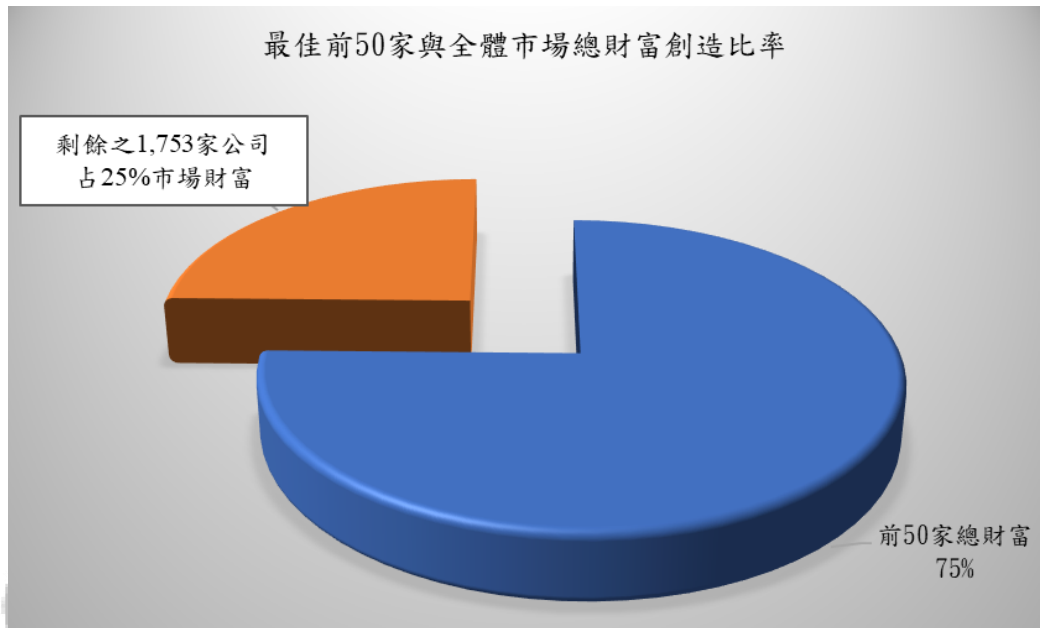


圖 2 財富創造最佳之 50 家公司的累積分配圖

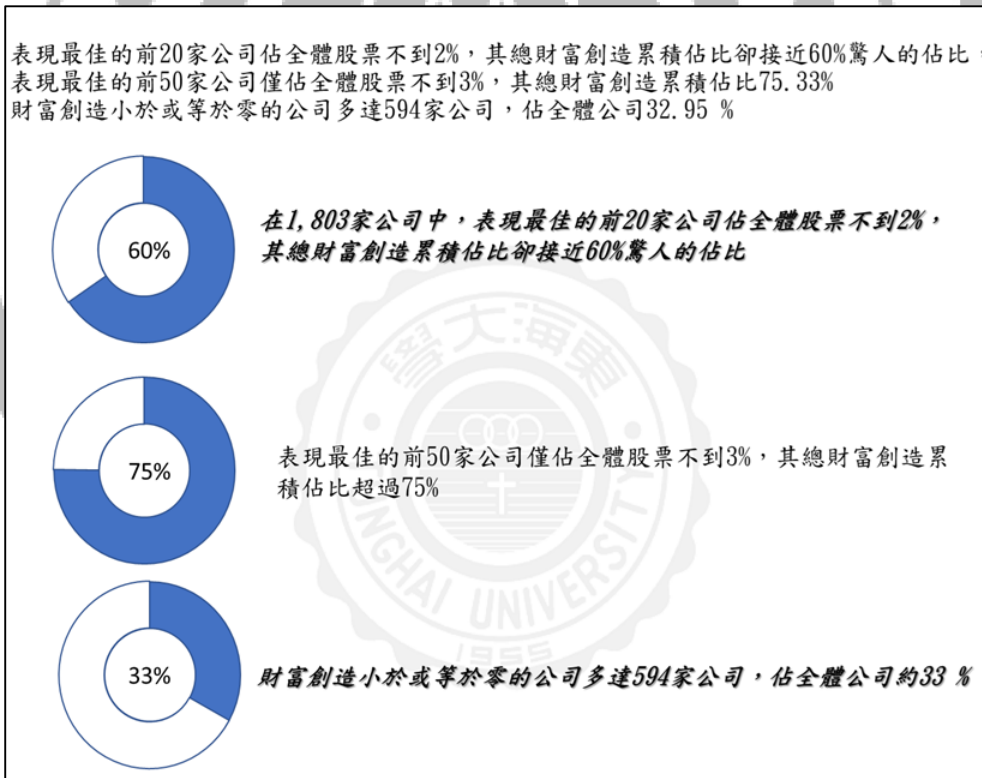


圖 3 財富創造之累積分配彙整

圖 2 顯示財富創造最佳的 50 家公司之財富創造累積比率，此 50 家公司之累積財富創造金額占全體樣本公司之總財富創造金額的 75%；換言之，僅 2.8% (1803 家公司中之前 50 家)的樣本公司創造出高達 75%的財富。此一結果，再次充分顯現出台灣股票市場財富創造極度右偏現象；換言之，個股之全體投資者的財富創造高低取決於是否能夠掌握這些占極低比率(2.8%)的公司。否則，若投資於其他之 97.2%的公司，其財富創造金額極低，甚至有 32.9%的機率於樣本期間之財富創造金額低於同一投資期間之一個月期國庫券的累積收益。圖三彙整樣本公司的財富創造之累積比率。

另外，將樣本公司區分為四大產業，分別為電子產業、傳統產業、電信與服務業以及金融業；再從產業類別來分析，探討台灣股市是否具有產業特殊性？如圖 5 與圖 6 顯示，最佳 20 家公司其產業類別比率為，電子與傳產業，分別各佔比率 30%，其次金融與服務業，分別各佔比率 20%；最佳 50 家公司其產業類別比率分別為，電子業 38%，傳產業 28%，金融業 24%，服務業 10%。

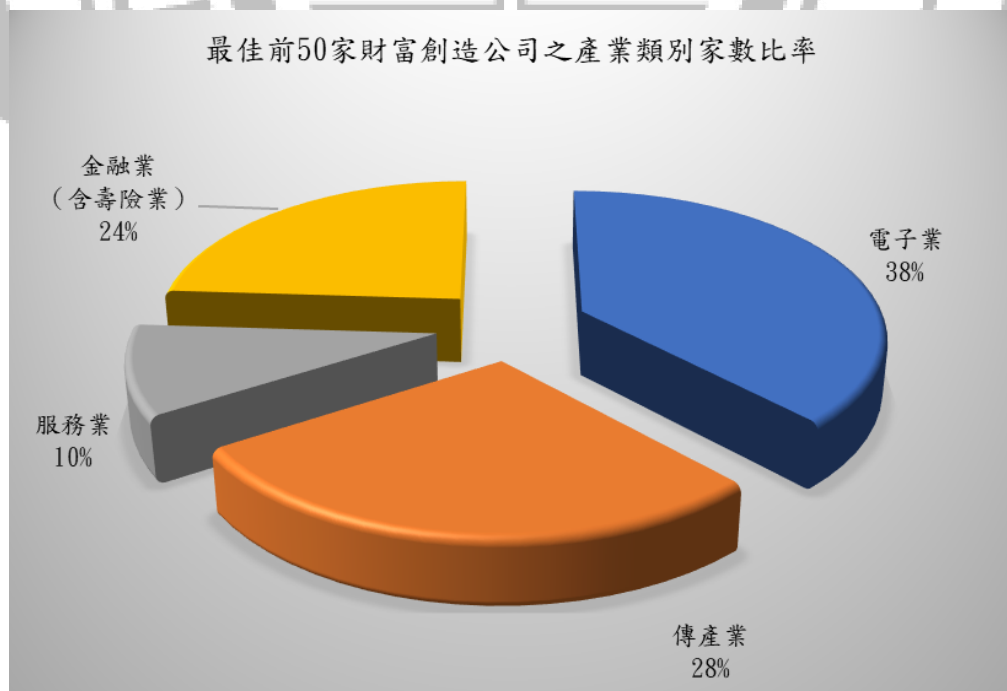


圖 4 最佳 50 家財富創造之公司產業類別比率

圖 4 顯示，就財富創造金額來看，投資者在以產業別為投資選項時，要注意建立多角化投資組合，不可偏向單一產業。以圖四來看，電子業、傳產業及金融業之分佈分別占 38%、28%及 24%，未有單一產業占主導之地位；此一結果支持投資組合理論。



第四章 結論與建議

本文旨在應用 Bessembinder (2018)之財富創造模型，計算台灣股票市場上市櫃公司之樣本期間累積財富創造金額以及累積財富創造比率，藉以驗證長期持有多角化股票投資組合的重要性。本研究以 2009 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日為研究期間，並以台灣全體上市櫃公司股票(含已下市下櫃股票)為研究對象，合計 1,803 家上市櫃公司，研究樣本數達 177,187 筆月資料。

本研究首先計算樣本公司之樣本期間幾何平均年報酬率，並進而計算敘述統計值；發現平均報酬率為 6.12%，中位數為 7.29%，偏態係數高達 3.97；因此，本研究證實台灣股票市場之股票報酬率右偏現象。因此，進一步利用「個別樣本公司」之「全體投資者」角度，來計算樣本期間之財富創造金額，探討是否呈現極度右偏現象。

實證結果發現，有 594 家樣本公司(占全體樣本公司之 32.9%)於樣本期間之財富創造金額低於同一投資期間之一個月期國庫券的累積收益(假設同一樣本公司之全體投資者於期初時將全部資金投入一個月期國庫券並維持投資至期末)，另有高達 923 家的樣本公司(占全體樣本公司之 51.2%)於樣本期間之財富創造金額僅僅稍微高於同一投資期間之一個月期國庫券的累積收益。只有少數的 286 家的樣本公司(個別公司財富創造金額最高之 286 家，占全體樣本公司之 15.9%)於樣本期間之財富創造金額顯著高於同一投資期間之一個月期國庫券的累積收益；顯著證明台灣股票市場之財富創造金額高度右偏(集中在極少數幾家公司)現象。再者，財富創造最佳的 50 家公司之累積財富創造金額占全體樣本公司之總財富創造金額的 75%；換言之，僅 2.8%的樣本公司創造出高達 75%的財富。財富創造金額最高之 20 家公司，占全體樣本公司之總財富創造金額的 60%；換言之，1.11%的樣本公司創造出 60%的財富。

上述實證發現之投資意涵在於投資者於茫茫股海中，如何去找到這些僅僅占 2.8% (50 家公司) 或甚至只有 1.1% (20 家公司) 的股票？或許由表一中顯示，財富創造前 20 名之公司有許多係屬於投資者心中之傳統績優股(但亦包含一些含金融股在內的成熟期股票)；但是，若純粹以投資者認定之傳統績優股進行投資，則投資者會驚訝地發現群創、友達、王品、宏碁等耳熟能詳之公司於樣本投資期間之財富創造金額居於全體樣本公司之倒數位置。

因此，本研究之結果凸顯了形成多角化投資組合、並且長期投資之重要性。若欲採擇時投資，利用有限的資訊搜尋明星股票，就宛如購買樂透般地在微小的機率中找尋中獎的機會，極其依賴運氣。即便是投資者幸運地選中明星股票，投資者仍然須面對二項投資心理障礙；第一項心理障礙為投資者即便手中握有明星股票，是否能夠心平氣和地面對短期損失；第二項心理障礙為投資者是否有足夠之耐心與信心長期持有明星股票，享受長期複利效果。對於採取擇時投資之投資者，因為持續在搜尋明星股票，往往無法克服前述兩項投資心理障礙。

也因此，唯有建立一個投資於全體股票市場之充分多角化投資組合才能確保投資於每一個明星股票；而在股票報酬率以及財富創造極度右偏之情況下，這些超級明星股票將確保股票長期平均超額報酬。相對重要的是，由於投資在全體股票市場之指數型基金或 ETF，投資者知道歷史證據顯示股票市場指數具長期向上趨勢，因此較能夠面對短期股價之波動，較具耐心與信心執行長期投資，也因而導致長期握有超級明星股票。

行為財務學之研究顯示投資者之投資行為受到其所屬之群體所影響，產生群聚效應；如果投資者擬保有與同儕或鄰居談論股市之樂趣，則本研究建議至多拿出投資金額之 10% 去追逐超級明星股票，將剩餘的資金投資在代表全體股票市場之指數型基金或 ETF。那麼，如果追逐超級明星股票夢碎了，對投資者的損失也僅限於投資組合的一小部分。

參考文獻

1. 方昭鏞 (2014),「資訊揭露與股票報酬率預期偏態」,未出版碩士論文,國立高雄第一科技大學財務管理研究所。
2. 徐啟升、李滄靖(2008),「台灣併購公司之股票長期績效分析」,證券市場發展季刊, 20 (2), 41-74
3. 徐啟升 (2019),「台灣股票市場之財富創造分析」,未出版論文,東海大學國際經營與貿易學系。
4. 張家瑜(2014),「台灣公司特徵與股票報酬率偏態之相關性—以台灣股市為例」,未出版碩士論文,國立高雄第一科技大學運籌管理系碩士班。
5. 彭政元 (2015),「偏態、峰態與非對稱系統性風險對股票報酬率之影響」,未出版碩士論文,國立高雄第一科技大學運籌管理系企業管理碩士班。
6. Bessembinder, H. (2018). Do stocks outperform treasury bills? , *Journal of Financial Economics*, 129(3), 440-457.