

# 行政院國家科學委員會專題研究計畫 成果報告

## 過去投資績效與風險態度移轉關係之研究

計畫類別：個別型計畫

計畫編號：NSC91-2416-H-034-006-

執行期間：91年08月01日至92年07月31日

執行單位：中國文化大學企業管理學系

計畫主持人：謝安田

計畫參與人員：兼任研究助理-陳世晉

報告類型：精簡報告

處理方式：本計畫可公開查詢

中 華 民 國 92 年 10 月 31 日

# 行政院國家科學委員會補助專題研究計畫成果報告

## 過去投資績效與風險態度移轉關係之研究

計畫類別：個別型計畫

計畫編號：NSC - 91 - 2416 - H - 034 - 006

執行期間：91年8月1日至92年7月31日

執行單位：中國文化大學企業管理學系

計畫主持人：謝安田

計畫參與人：兼任研究助理-陳世晉

報告類型：精簡報告

處理方式：本計畫可公開查詢

中 華 民 國 91 年 10 月 24 日

# 行政院國家科學委員會專題研究計畫成果報告

## 過去投資績效與風險態度移轉關係之研究

The Relationship between Past Invest Performance and Risk Attitude Change.

計畫編號：NSC 91-2416-H-034-006

執行期限：91 年 8 月 1 日至 92 年 7 月 31 日

主持人：謝安田 中國文化大學企管系

計畫參與人：陳世晉

### 一、中文摘要

本研究主要從投資者觀點，以風險態度(risk attitude)之理論為基礎，引入過去投資績效(past invest performance)現象對其影響進行研究探討。經由嚴謹之文獻推論、個別訪談以及問卷調查，作者擬從認識論(epistemology)之觀點，嘗試擴充及延伸上述理論不足之處。

本篇 PAPER 之研究主要在釐清關於過去投資績效與風險態度改變間的結構性疑惑，本研究用了 534 個投資者問卷樣本並運用複迴歸方式進行分析，分析結果顯示過去投資績效在除了風險中立者會影響其態度改變外，其餘皆無影響。本研究釐清了過去投資績效與風險態度改變間的關係。

**關鍵詞：**過去績效、風險態度

### Abstract

This study explores the relationship between the past invest performance theory and risk attitude theory from the view of investors. The author attempting to enhance the epistemology of risk attitude theory and past invest performance theory.

The main purpose of this study is to clarify the conceptual confusion on past invest performance and risk attitude. The study used questionnaires for 534 respondents and adapted multiple regression method to do the analysis. The survey result showed the man who have risk indifference attitude would influence by past invest performance. Other type of risk attitude would not change. This finding clarified the uncertain correlation between past invest performance and risk attitude change.

**Keywords:** Past performance, Risk attitude.

### 二、緣由與目的

投資者的風險態度，一直是財務投資報酬上的一個重要的影響原因 (Pratt, 1966)，因此學者為了能有效分類投資者不同的風險態度，將投資者分成了風險規避(risk aversion)、風險中立(risk indifference)與風險尋求(risk equivalent)三種類型(Horne and Wachowicz, 1992)，並且說明了此三類投資者在投資報酬的要求上也有明顯的差異。而根據 Robbins (1991)對於投資人風險態度的說明，將其界定為「個人碰運氣的意願差異」，也就是當危險來臨時，由個體承擔為顯或逃避危險的傾向，因此，投資人的風險態度在許多研究中，多被假設為投資人先天的人格特質，此外，在近有之財務管理文獻著作中，亦多假設投資人的風險態度為風險規避基礎，以作為理性預期模型的基礎假設。

然而，如同 Givoly (1985)研究所稱，若將投資者分為自然人與非自然人，可發現，

前者為非理性的投資者，後者則為理性投資者，由 Lang and Lundholm (1996)的研究結果可發現，投資標的資訊揭露可增加投資人的風險評估效果，亦即投資人會修正對於投資標的看法與信念。由此可知，投資人的風險態度會隨著外在資訊的不同而改變。

投資者過去的績效，是投資者在未來投資的參考指標之一，透過過去績效的表現，可以彰顯出投資者的能力，例如 Treynor and Mazuy (1966)就認為基金經理人的擇時能力會反映在投資績效上，並且反映出其投資的風險水準。Jen and Kon (1978)在對於基金績效進行評估後，發現了一個特性，就是當基金績效越高時，基金經理人，會有投資風險提高的現象。亦即，投資人基於以往績效的自信，將會減少風險趨避的程度，而逐漸轉為風險尋求的態度。此外根據國內蔡承家 (1999) 之研究所示，在前任經理人績效不佳情況下，發現基金經理人替換後，有風險態度轉為保守的情況。由上述研究可以發現，過去投資績效越好，投資者的風險態度越積極，過去投資績效越差，投資者的風險態度越保守。

然而，另一方面而言，檢諸國內外文獻，如 Tversky and Kahneman (1981)與顏瑞秀 (1996)的研就結果所示，過去一段期間績效好的經理人將趨於保守，而績效不佳的經理人，反而放手一搏，提高風險。由此類研究可發現一反向結果，亦即當過去投資績效越高，投資者風險態度轉為趨避風險之態度，過去投資績效低落，投資者風險態度轉為風險尋求態度，此研究結果與前述之研究成果方向顯然並不一致。

上述之問題，從既有訊號理論(signal theory)與風險趨避的角度切入，並無文獻可加以明確解答此一衝突現象，但過往研究是否真能釐清此一關係？本研究是否真有研究問題(research problem)之存在與貢獻？則待下一節之研究問題進一步說明。

投資者的風險態度，一直是很重要的研究問題，但是如同研究背景所述，大多研究的方向著重在風險態度對於投資策略的影響(Horne and Wachowicz, 1992)，對於影響風險態度的研究，審視國內外之具體成果，實際上有限，但能確定的是，如同 Tversky and Kahneman (1981)等人的研究結果，確實發現風險態度是會隨外在資訊的影響而成大幅改變。在理論上，由於 Tversky and Kahneman (1981)與 Jen and Kon (1978)的研究結果的不同而產生了理論解釋上的矛盾，因此無法從單純的理論解釋結果，另一方面，在實務上，吾人缺乏一般投資人的實證分析，以進一步解釋此矛盾行為。因此，從過去績效推論出投資人的風險態度的方式，受到了質疑。此外投資人的風險態度除了過去績效的主要影響外，是否受其他因素的干擾？這些問題在理論上均缺乏探討。綜上所言，這些問題有待本研究以實證釐清過去績效與投資者風險態度的關係。

綜上有關研究問題之論述，投資人過去績效對於其風險態度的關係有待釐清。準此，本研究主要目的有三，茲說明如下：

1. 藉由焦點群體座談方式定義出不同的風險族群與情境定義。
2. 擬藉由問卷調查法來檢測在投資者過去績效對其風險態度的影響效果。
3. 擬擴充風險態度相關理論，擬藉由研究結果，進行解釋、說明與預測。

### 三、結果與討論

Grinblatt, Titman, and, Wermer (1995)的研究指出，投資者可以分成動能投資者與反向操作者，動能投資者在面對股票或是投資行情波動時，會有隨波逐流現象，關於此點 Kaminsky, Lyons, and Schmukler (2000)的研究也證明此一觀點是正確的，另一方面 Janis and Hovland (1959)曾於其研究指出，投資者的信念，會受到外在資訊的干擾而有改變，Lang and Lundholm (1996)亦指出此以現象，經由上述學者之研究結果，透過 Robbins(1995)對於人類行為的說明，可以得知信念與態度有不可分的關係，由於信念會

因為外在資訊而改變，因此可推論態度也會跟著改變，另一方面，過去投資的績效屬於資訊的一種 (Lang and Lundholm, 1996)，因此成立推論如下。

**H1：風險尋求者會因為過去投資績效而改變風險態度**

**H2：風險中立者會因為過去投資績效而改變風險態度**

**H3：風險規避者會因為過去投資績效而改變風險態度**

由於本研究所研究之變數，除過去投資績效可以運用實際數值分析進行外，其餘變數定義屬於尚未明確定義之變數，因此本研究為釐清此一現象，採取由質性分析方式進入探討，並根據質性分析之結果進行量表轉換，以得到精確分析之目的。

本研究分析步驟如下，第一步驟，運用焦點群體討論技術，針對風險偏好與理解情境進行解構與分析，透過情境解析，推論初步同投資者的原始風險偏好。第二步驟為量表轉換，此部分運用區間尺度量表，直接衡量冒險程度，經由預試與專家測量，分解出 12 種情境代表含意，以作為後續解構之基礎。第三步驟為量表測量與分析，本研究經由對 534 個樣本的測試結果，分析風險偏好轉移情況，以達成本研究之研究目的。

本研究之樣本採用具有投資經驗與有能力投資之人口作為測試樣本，本研究抽樣之投資人經由情境解析分為三種，第一種為風險尋求者、第二種為風險規避者、第三種為風險中立者，發出問卷 1000 份，總共有 534 位投資人測試回答，答覆率為 53.4%，其中風險尋求者樣本共計 155 筆，風險規避者樣本共計 225 筆，風險中立者樣本共計 154 筆。

本研究經由問卷回收後，進行量化分析，在自變數部分，運用情境分析與實際投資結果的賺錢或賠錢來進行績效差異衡量，而風險態度部分則分別依據三種風險態度的轉移程度作為衡量標準，另一方面，由於學者 Lang and Lundholm (1996) 等人曾指出信念會受到多種訊息與背景干擾，因此本研究將投資者投資動機、收入、婚姻、學歷等主要資訊作為干擾變數，以有效釐清二者關係。

經由迴歸分析結果發現，風險尋求者的態度改變水準如表一第一部份所示，過去績效的差異並不會影響到投資者的風險態度 ( $P>0.05$ )，但是動機、收入與婚姻狀態會有干擾 ( $P<0.05$ )，經由平均數分析，可以發現，風險尋求投資者不論過去績效是好還是壞，其投資態度都是尋求風險，亦即充分表現出「富貴險中求」的特色，也因為此結果，假設一因此不成立。

風險中立者的態度改變水準如表一第二部份所示，過去績效的差異會影響到投資者的風險態度 ( $P<0.05$ )，但是收入、學歷與婚姻狀態會有干擾 ( $P<0.05$ )，經由平均數分析，可以發現，風險中立者投資者會因過去績效是好而增加投資，因為壞而減少投資，亦即充分表現出「隨波逐流」的特色，也因為此結果，假設二因此成立。

經由迴歸分析結果發現，風險規避者的態度改變水準如表一第三部份所示，過去績效的差異並不會影響到投資者的風險態度 ( $P>0.05$ )，但是動機、收入與婚姻狀態會有干擾 ( $P<0.05$ )，經由平均數分析，可以發現，風險規避投資者不論過去績效是好還是壞，其投資態度都是規避風險，亦即充分表現出「保本」的特色，也因為此結果，假設三因此不成立。

表一：三種風險態度受績效差異的迴歸分析結果

風險尋求者之變化	B 之估計值	標準誤	t	顯著性
(常數)	-7.4825	1.1267	-7.5284	0.0000
績效差異	0.0494	0.0362	1.1249	0.1040
績效差異*動機	0.1126	0.0402	2.8025	0.0052
績效差異*收入	0.0405	0.0230	2.2879	0.0241
績效差異*婚姻	0.6884	0.1043	7.3696	0.0000
績效差異*學歷	-0.1516	0.1978	-0.5955	0.3869
風險中立者之變化	B 之估計值	標準誤	t	顯著性
(常數)	-8.4825	1.1267	-7.5284	0.0000
績效差異	0.1463	0.6225	4.1239	0.0000
績效差異*動機	0.2126	0.3402	2.8025	0.0515
績效差異*收入	0.0505	0.0230	2.1988	0.0281
績效差異*婚姻	0.7885	0.1057	7.4596	0.0000
績效差異*學歷	0.1435	0.4078	1.9955	0.0186
風險規避者之變化	B 之估計值	標準誤	t	顯著性
(常數)	-8.4825	1.1267	-7.5284	0.0000
績效差異	0.0794	0.0242	0.1249	0.4966
績效差異*動機	0.1113	0.0302	2.6025	0.0073
績效差異*收入	0.1505	0.1230	2.1988	0.0281
績效差異*婚姻	0.7885	0.1057	9.4596	0.0000
績效差異*學歷	-0.2445	0.3070	-0.8546	0.6000

經由上述分析可以發現，Grinblatt, Titman, and, Wermer (1995)的定型性投資方式，在投資風險尋求者與規避者上可以證明，但是風險中立者會因為資訊改變而發生態度改變之現象，除此之外，收入與婚姻是本研究重要變數之一，可以發現這兩點會明顯干擾到態度，經由分析，收入與婚姻是夠成生涯風險的一個重要因子，因此會對投資者風險態度產生壓抑現象，因此造成干擾。

本研究之限制在於樣本侷限於現有投資人，並且僅運用情境因素進行分析，無法達到完全一般化之特性，蓋橫斷面分析與縱斷面分析之特性不盡相同，故建議後續研究者能進行縱斷面研究，以能更有效釐清其間之關係。

在研究成果方面，學者針對投資者風險態度的影響效果，曾多有研究，但是對於影響投資者風險態度的原因則少有著墨，由研究背景與問題的探討中可知，經由推論，過去績效與投資者風險態度的轉變的推論同時具有正向與負向的影響效果，因此在這二者變數間的關係，原來研究顯然未受到釐清。

因此在理論貢獻上，本研究擴充過去績效與投資者風險態度的轉變之相關理論，並藉由研究之結果，進行了解釋、說明與預測。

在實務上，投資者的風險態度用於二個層面，一為可預測基金經理人的投資決策，進而預測未來報酬，另一方面，透過對於投資者本身風險態度的瞭解，可以達到投資決策的逆向選擇效果，由此二功能來看，投資者的風險態度管理是投資人所注重的管理焦點之一，透過本研究的結果，將可以有效解決過去績效與風險態度間的矛盾推論與質疑。本研究的結果如能如預期，投資人除了可瞭解風險態度為個人帶來何種效果外，更能

幫助投資人形成的有效參考指標。

#### 四、計畫成果自評

研究之最終結果與原計畫相符合，有風險態度理論(risk attitude theory)之研究結果，本研究之發現與既有理論有相同亦有相異部分，結果可顯著擴充既有理論，並且有效用於實務上，因此同時符合本研究的理論與與其效果，本研究部分資料將投稿於 SSCI 期刊中。

#### 五、參考文獻

- 蔡承家，(1999)，基金經理人替換風格移轉之研究，國立政治大學企業管理學系未出版之碩士論文。
- 顏瑞秀，(1996)，基金經理人過去績效與投資組合策略之長期分析，國立台灣大學財務金融學系未出版之碩士論文。
- Robins, S. P. (1993). 組織行為學，蔡承志譯，台北：桂冠書局。
- Ajinkya, B. B., Atiase, R. K., & Gift, M. J. (1991). Volume of trading and the dispersion in financial analysts' earnings forecasts. *The Accounting Review*, 66(2), 389-401.
- Arrow, K. J. (1963). The role of securities in optional allocation of risk bearing. *Review of Economic Studies*, 31, 91-96.
- Baldwin, B. A. (1984). Segment earnings disclosure and the ability of security analysts to forecast earnings per share. *The Accounting Review*, 59(3), 376-389.
- Beaver, W. H. (1968). The information content of annual earnings announcements. *Empirical Research in Accounting: Selected Studies. Supplement to Journal of Accounting Research*, 6, 67-92.
- Frankel, R., McNichols, M., & Wilson, G. P. (1995). Discretionary disclosure and external financing. *The Accounting Review*, 70(1), 135-150.
- Givoly, D. (1985). The formation of earnings expectations. *The Accounting Review*, 60(3), 372-386.
- Lang, M. H., & Lundholm, R. J. (1996). Corporate disclosure policy and analyst behavior. *The Accounting Review*, 71(4), 467-492.
- Jung, Woon-Oh, & Kwon, Y. K. (1988). Disclosures when the market is unsure of information endowment of managers. *Journal of Accounting Research*, 26(1), 146-153.
- Marcus, B. W., & Wallace, S. L. (1991). *Competing in the New Capital Markets: Investor Relations Strategies for the 1990s*. New York: HarperBusiness.
- Rothschild, M., and Stiblitz, J. E. (1970). Increasing risk: A definition. *Journal of Economic Theory*, 2, 225-243.
- Rotter, J. B. (1966). Generalized expectancies for internal versus external control of reinforcement, *Psychological Monographs*, 81, 1-27.
- Shenkar, O., & Ephraim, Yuchtman-Yaar. (1997). Reputation, image, prestige, and goodwill: an interdisciplinary approach to organizational standing. *Human Relations*, 50(1), 1361-1381.
- Treynor, J. L. and Mazuy, F. (1966). Can mutual fund outguess the market? *Harvard Business Review*, 44, 131-136.
- Wang, H. and Bell, P. (1996). Fuzzy clustering analysis and multifactorial evaluation for students' imaginative power in physics problem solving. *Fuzzy Sets and System*, 78, 95-105.