



國立高雄應用科技大學

企業管理系

高階經營管理研究所

碩士論文

股市投資人之風險承擔對投資決策因素之影響

-以某證券公司高雄地區投資人為例

The Relationship between Risk and Investment Decision on
Stock Market - A Case of Financial Company in Kaohsiung

研究生：陳麗梅

指導教授：陳榮方 博士

中華民國 100 年 6 月

股市投資人之風險承擔對投資決策因素之影響

-以某證券公司高雄地區投資人為例

The Relationship between Risk and Investment
Decision on Stock Market – A Case of Financial
Company in Kaohsiung

研究生：陳麗梅

指導教授：陳榮方 博士

國立高雄應用科技大學

企業管理系高階經營管理研究所

碩士論文

A Thesis

Submitted to

Department of Business Administration

National Kaohsiung University of Applied Sciences

In Partial Fulfillment of Requirements

For the Degree of Master of Business Administration

June 2011

Kaohsiung, Taiwan, Republic of China

中華民國 100 年 6 月

股市投資人之風險承擔對投資決策因素之影響

—以某證券公司高雄地區投資人為例

學生：陳麗梅

指導教授：陳榮方 博士

國立高雄應用科技大學高階經營管理研究所

摘要

隨著經濟發展，國民所得的提高，國人對於投資理財的行為也愈益積極，但在多元的投資商品中，仍以股票買賣為投資主軸，然而，面對詭譎多變的金融市場，投資人需做的投資決策愈來愈複雜且愈具風險。因此，對投資人而言，風險承擔程度是執行有效的投資策略或為影響投資人投資決策的因素非常重要的議題。本研究目的為瞭解投資人風險承擔與投資決策因素之相關性，並分析結果作為證券業者及股市投資人實務上的參考。

緣此，本研究將以風險承擔與投資決策因素為前因變數，風險承擔以風險規避、風險接受、風險偏好為其構面，投資決策因素則以投資動機為變數一，其構面為：穩定避險及保值、迅速獲利、自我實現樂趣，變數二為資訊來源；其構面為專業基本面、市場消息面、技術經驗面，變數三為成本評估；其構面為交易成本、資金成本，分別探討其彼此間之關係。本研究採問卷調查法，以高雄地區股市投資人為研究對象，共發放問卷 500 份，有效回收問卷為 298 份，有效回收率達 59.6%。

本研究結果顯示：在人口統計變數差異分析發現：性別、婚姻、年齡、職業、教育程度、家庭年收入，在各變數間以性別具顯著差異。年齡與職業僅對資金成本顯著差異。另外，各變數間之複迴歸分析發現：(1) 風險承擔會影響投資動機部分成立。(2) 風險承擔會影響資訊來源部分成立。(3) 風險承擔對成本評估影響部分成立。

關鍵字:風險承擔、投資決策因素、投資動機、資訊來源、成本評估

**The Relationship between Risk and Investment Decision on
Stock Market – A Case of Financial Company in
Kaohsiung**

Student : Lee-Mei Chen

Advisors : Dr. Jung-Fang Chen

Institute of Executive Master of Business Administration
National Kaohsiung University of Applied Sciences

Abstract

With the developing economy and increases in average income, people in Taiwan become eager to invest and manage their money properly. In these various products and goods into which we can put money, the commerce of stocks is still the trend that most investors are concerned about. However, the investment decision the investors shall make gets more and more complicated and risky when they face the protean stock market; namely, an unstable investment market. Therefore, the degree of risk tolerance could be the most important issue for those investors to undertake an efficient investment decision or it could be a factor which influences the investment decisions made by investors. The aims of this research are to understand the relationship between risks and investment decisions on the stock market and to analyze the result data for stock investors to consult.

In this case, we will consider risk tolerance and investment decisions as variables in this research and risk aversion, risk seeking, and risk taking are the dimensions of risk tolerance. Besides, the investment decisions dominate three variables; namely, the motivation of investment, the source of information, and the assessment of costs. For the motivation of investment, its dimensions are risks evading and values storing, profits making, and self-fulfillment. About the source of information, we will look into three aspects which are the technical background, the market news, and the basic specialty. Concerning the assessment of costs, the trading costs, the finance costs are its dimensions. We will probe into these aspects mentioned above respectively. The data in my thesis are based on the questionnaire survey which focuses on stock investors in Kaohsiung. I totally issued 500 questionnaires and recalled 298 valid questionnaires back. The effective

returns-ratio of the survey reaches 59.6%.

The result of the research shows that in variable demographic segmentations, including gender, marriage, age, occupation, educated level, annual household income, etc. gender shows the significant difference among the variables. Age and occupation shows their significant differences only in the dimension of finance costs. In addition, we found three facts in the duplicate regression analysis among the variables are partly tenable, that is, (1) risk tolerance will influence the motivation of investment. (2) risk tolerance will also influence the source of information. (3) risk tolerance will influence the assessment of costs as well.



Keywords: Risk Tolerance , Investment Decision , Motivation of Investment ,
Assessment of Costs , Source of Information

第一章 緒論

本章共分為四節，第一節研究背景是對於民眾財富累積的方法，仍以股票投資為較高比例做實證說明，且對研究對象目前所處之股市環境及上市公司等做簡述；第二節簡介本研究之動機；第三節提出研究目的，陳述本研究探討之焦點；第四節介紹研究進行的流程；第五節說明本論文架構。

第一節 研究背景

根據花旗銀行「2004年亞洲財富大調查」中顯示，亞洲地區民眾將17%的資產投資於股票、8%在共同基金、4%在債券，而美國家庭在這些類別的投資比例分別是20%、11%與9%，依照這份資料顯示，不管是美國或是亞洲地區，對於股票投資的比例都是相當高的。

表 1-1-1 亞洲與美國家庭資產分配

家庭資產分配	現金	股票	共同基金	債券	人壽保險
亞洲*	16%	17%	8%	4%	14%
美國	1%	20%	11%	9%	3%

※亞洲地區代表：香港、新加坡、韓國、台灣

資料來源：花旗銀行「2004年亞洲財富大調查」

就台灣而言：從行政院金融監督管理委員會(以下簡稱金管會)統計資料來看，國內光是上市公司公開發行股票的家數就有747家之多(表1-1-2)，2006年至2010年內，上市公司公開發行的成長率一直都呈現正成長，尤其是2008年成長率為2.39%，2009年成長率為2.34%，足見台灣證券市場中企業就公開發行市場籌資之業務相當成熟。另一方面，台灣證券交易所

證券經紀商投資人開戶資料統計也顯示(表1-1-3)：2009年台灣累計開戶數也將近1,512萬戶，其中新開戶數也高達98萬戶，相對於台灣二千三百萬的人口，所佔人口的比例已超過一半，雖然其中不排除有重複開戶的現象，但由此可知：台灣股票市場是一相當成熟的市場，同時也是台灣投資人投資理財的重要市場，而股票交易更是具普遍性。

表 1-1-2 公開發行公司股票(上市公司)發行概況統計表

	家數	資本額	成長率%	上市面值	上市公司市值
2006	688	5,522.67	1.97	5,494.93	19,376.98
2007	698	5,601.62	1.43	5,558.64	21,527.30
2008	718	5,735.44	2.39	5,690.40	11,706.53
2009	741	5,869.59	2.34	5,772.90	21,033.64
2010	747	5,912.20	0.73	5,782.34	22,031.40

單位：10 億元

資料來源：金管會證券期貨局月統計資料，資料於 2010 年 11 月為止。

表 1-1-3 證券經紀商投資人開戶統計表

	新開戶數	累計開戶數
2005	757,956	14,002,106
2006	1,467,447	14,247,160
2007	1,929,764	14,657,731
2008	819,161	14,877,146
2009	985,291	15,122,181

單位：開戶數

資料來源：台灣證券交易所證券經紀商投資人開戶統計表年報
資料於 2009 為止

台灣股票市場公開發行的上市櫃公司，家數非常多，投資人的選擇也相對多元，因此股票投資、賺取資本利得，早已成為台灣投資人最重要的理財工具；當然，也是最普遍的工具。然而，多元的投資選擇，對投資人而言：實非獲利保證。畢竟投資人在股票交易的當下，實不能掌控預期獲

利，因此，每筆投資皆可能是賺多賠少，或不賺不賠，甚至有可能是賺少賠多。這就是股票投資人無法掌握的證券市場背景，不確定因素相當多。但不論如何，股票投資人仍是願意投資台灣股票市場，期以賺取最大獲利。

另將股票市場投資人區分為本國自然人、本國法人、僑外自然人、僑外法人等，依據2005年至2009年交易金額比重做一整理，可得表1-1-4之統計數據。並得知，以股票市場投資人類別做區分，其中自然人為居多。尤其是本國自然人約佔百分之六十一至百分之七十二，顯見股票交易習性仍以投資人本身操作為居多。

表 1-1-4 股票市場投資人類別交易比重統計表（單位：百分比）

	本國自然人	本國法人	僑外自然人	僑外法人
2005年	68.84	13.29	2.41	15.46
2006年	70.56	11.04	2.25	16.15
2007年	67.26	13.01	2.11	17.62
2008年	61.66	13.97	2.26	22.12
2009年	72.05	11.59	0.04	16.32
2010年				

資料來源：台灣證券交易所

在股票市場交易結構中，依據投資者的特性劃分為四類：1. 主力大戶：手中資金量約數億以上（稱為市場派），2. 中實戶：資金中等（投資資金約上仟萬至億元），3. 散戶：小額資金（投資資金約在仟萬元以內），4. 上市公司董監事（稱為公司派）。然而，觀察近五年間（2005年至2009年），國內自然人在每筆交易金額約以10萬元至15萬元為區間。如表1-1-5所示。可見股市交易的投資人，其所謂的「散戶」是小額交易居多。

表1-1-5證券市場每筆成交金額統計表 (單位:新台幣百萬元)

	成交金額	筆數(千筆)	平均每筆成交金額
2005年	18,818,902	134,996	0.1394
2006年	23,900,362	162,924	0.1467
2007年	33,043,848	213,203	0.1550
2008年	26,115,408	200,975	0.1299
2009年	29,680,471	270,830	0.1096

※資料來源:台灣證券交易所



第二節 研究動機

根據金管會2008年委託金融研訓院調查國民金融知識水準，結果顯示投資人在下達投資決策時，往往會聽取往來銀行提供的投資訊息，或是銀行理財專員單一方面的訊息及建議，就決定投資交易(吳忠義，2008)，但是在股票市場中，投資人面對那麼多的股票交易種類，而且每檔股票的波動度與投資價值截然不同，因此股市投資人是否會因風險承擔態度而產生對投資決策因素的評估有所不同？此為本研究動機之一。

金管會於民國九十四年七月二十一日發佈金管銀(五)字第0945000509號令，其中規定第六條明訂銀行應辦理「充分瞭解客戶之作業準則」，要求金融業者對於客戶之投資屬性、風險瞭解及風險承受度，實施客戶的投資能力評估，並應建立一套商品適合度政策，包括客戶風險等級、商品風險等級之分類，俾理財業務人員依據客戶風險之承受度，提供客戶適當的商品。因此，對於投資人投資股票之風險承擔態度，是否會影響投資決策因素的探討。此為本研究動機之二。

股市投資人在不確定的投資環境下，其賺賠之間的投資決策如獲利了結、持股續抱、平倉砍單減少虧損等，這一切有關於「停利停損」亦或「長線投資、領取股息」等投資決策是否受到投資人風險承擔態度而有所影響？2010年702期今周刊以斗大的標題『散户投資處方箋』來因應後金融海嘯時期詭譎多變的金融市場，這是多麼令散户投資人震撼的下標，但當一切回歸市場時，即發現2009年的噴出行情對於所有剛歷經金融海嘯的散户投資人來講，多半是在半信半疑中錯過居多。可是市場總有奇葩，誠如：2010年商業週刊1204期所指的投資奇人：王菁、任國光、王豐岳等投資達人藉由規律的操作模式，創造出另類高報酬之案例。類似以上投資奇人異事，實在各大券商也多有耳聞。試想，如此般的投資決策是否也意味著：投資人『風險承擔態度』是支持該等投資人，對於洞悉全球經濟情勢的演

變或對產業、企業信任的堅定。所以，不論股市行情現階段走勢為何，這類型投資人對市場的態度或自我操作模式仍是自我堅持，此是否意味著：其風險承擔力影響著其投資決策的篤定，致有機會在亂世逆流中勝出。至今，許多研究心理學方面的學者，將投資行為納入心理學的領域來研究，跳脫傳統財務學理論，而改以人性的模式進行研究。這也是本研究決定以投資人風險承擔態度為探討出發點，是為本研究動機三。

綜合以上說明：本研究之研究動機，實對台灣股市投資人之投資行為深入研討，以瞭解投資人不同風險承擔態度，對投資決策影響之相對應關係。亦即探討投資人的風險承擔態度是否會影響投資人投資決策因素。



第三節 研究目的

基於上述的研究背景與研究動機，本研究之目的是為分析股市投資人風險承擔對於投資決策的情形。而過去的文獻中，例如：早期 Green 和 Maheshwari (1969)探討投資人的投資動機，研究結果顯示報酬和風險是最具顯著的考量特質。彭毓珍(2003)研究台灣股票與指數期貨市場投資者行為，江佳宇 (2006) 研究個人特質對投資行為影響，張雲宗(2008)投資決策影響因素之探討，蔣世平(2010)研究共同基金投資人人格特質對投資行為影響，以上探討皆著重於人格特質、風險承擔對於投資行為的相關性，而本研究則參酌該等文獻，對投資人投資行為的風險承擔態度作為探討主軸；當投資人在做投資決策考量時，其風險承擔態度是否會形成影響投資人投資決策因素的重要一環。

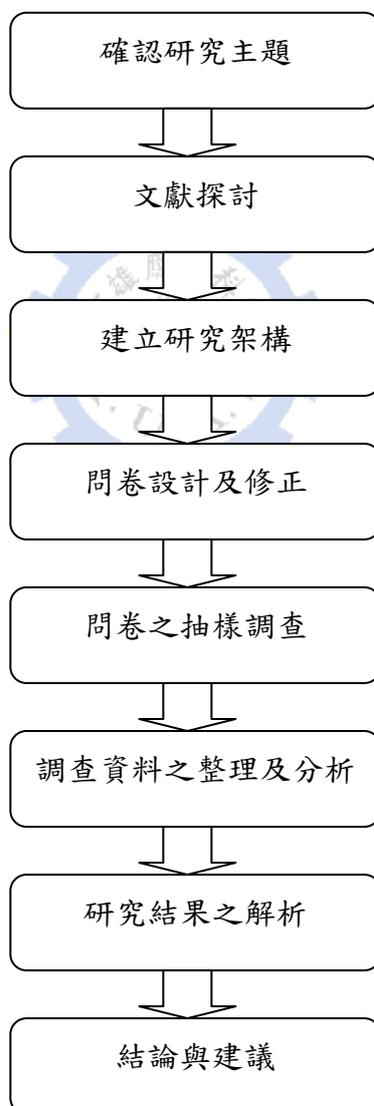
本研究研究目的：瞭解投資人風險承擔與投資決策因素之相關性，並綜合以上分析結果以作為證券業者、股市投資人實務上的相關建議及對後續研究者參考之。

第四節 研究流程

本研究採取的研究流程，首先確立研究主題，再訂立研究動機與目的，蒐集相關文獻資料，建立研究架構與研究方法，並提出假說，再根據參考文獻資料來設計問卷。然後對股市投資人進行問卷調查，從回收的資料加以分析，分析完成後，針對各項數據所呈現之現象，尋找相關文獻之研究並加以比對。最後撰寫結論及建議報告。

研究流程如下圖 1-4-1 所示。

圖 1-4-1 研究流程



資料來源:本研究整理

第五節 論文架構

本研究論文共分為五大章節，而各章節所涵蓋的主要內容分別說明如下。

第一章緒論，在闡述本研究背景、研究動機、研究目的、研究流程與說明本論文之架構。

第二章文獻探討，主要是蒐集國內外有關股市投資人投資行為中風險承擔能力對投資決策因素等變項之相關文獻，經由整理、歸納出本論文所需要的研究理論工具。

第三章研究方法，乃根據本論文相關文獻的探討，建立本研究架構，說明本研究變項之操作性定義與衡量、建構本研究假說、界定研究範圍、抽樣對象與資料蒐集，研討本論文之資料分析方法。

第四章研究分析，是進行研究問卷的發放與回收作業，針對有效問卷透過資料分析各研究方法予以驗證，並將其分析結果進行說明。

第五章結論與建議，是將本論文實證分析之結果予以整理，進而歸納出本論文的結論與建議，最後，說明本研究的限制與建議未來的研究方向。

參考文獻

一、中文部份

1. 今周刊雜誌 (2010,6)。散戶投資處方箋，第 702 期，頁 102。
2. 行政院金融監督管理委員會 (2010)。網站：<http://www.fscey.gov.tw>。
3. 台灣證券交易所網站：<http://www.twse.com.tw>。
4. 江佳宇 (2006)。個人特質對投資行為影響之研究。朝陽科技大學企業管理系碩士論文。
5. 李宏達 (1989)。證券市場投資者之金融投資行為分析。政治大學國際貿易研究所碩士論文。
6. 宋明哲 (2001, 11)。現代風險管理。台北:五南圖書公司。
7. 杜梅明(2005)。風險偏好、組織氣候、激勵因素與組織承諾之相關性研究,中山大學人力資源管理研究所碩士論文。
8. 吳秉恩 (1993)。組織行為學。華泰出版，台北市。初版，頁 25-37。
9. 吳忠義 (2008)。共同基金投資人投資行為及風險偏好之研究。中央大學財務金融學系碩士在職專班論文。
10. 張雲宗 (2008)。投資決策影響因素之探討。銘傳大學財務金融碩士論文。
11. 陳麗莉 (1997)，台灣地區共同基金投資人投資行為之研究，中國文化大學會計研究碩士論文。
12. 許士軍(1972)。有關黎史 (Litwin and Stringer) 二氏組織氣候尺度在我國企業機構之適用性之探討。國立政治大學學報，第 26 期，頁 103-138。
13. 商業週刊 (2010,12)。忙碌者的投資聖經，第 1204 期，頁 138-146。
14. 張本昫 (2007)。探討個人信任傾向與風險偏好對信託程度因果模式-以銀行、財專業人員及產品信任為中介變數。國立中央大學企業管理碩士論文。

15. 黃洲煌 (2000)。個人人格特質、激勵認知、工作態度與組織公民行為之關連性研究。台灣科技大學管理研究所企業管理學程碩士論文，未出版，台北市。..
16. 彭毓珍(2003)。台灣股票與指數期貨市場投資者行為之研究。成功大學高階企業管理碩士在職專班碩士論文。
17. 馮凱俐 (2008)。投資者之人格特質、購買動機及評估準則對其投資決策之影響—以境內開放式基金之投資為例。淡江大學企業管理學系碩士在職專班碩士論文。
18. 詹益統 (1996)。個人屬性、人格特質與內滋激勵和外附激勵關聯性之研究-以交通部數據通信所員工為例，交通大學管理科學所碩士論文。
19. 廖學寅(2004)。台灣中小企業創業家人格特質與創業績效關係之研究輔仁大學管理學研究所碩士論文。
20. 黎世明(1988)。內外控人格及風險態度與投資行為關係之研究。台灣大學商學研究所碩士論文未出版，台北市。
21. 蔣世平(2010)。共同基金投資人人格特質對投資行為影響之研究。臺灣大學管理學院碩士在職專班財務金融組碩士論文。
22. 戴維舵(1999)。“Big five”五大人格特質在人力甄選上的應用與探討, 致業學報,第 12 期,頁 89-111.
23. 謝慕柔(2010)。共同基金投資人人格特質及生活型態與風險屬性之關聯性研究。淡江大學國際商學碩士在職專班碩士論文。
24. 陸劍清、馬勝祥、彭賀、李同慶編著(2002)。投資心理學，揚智文化事業。
25. 湯仁棟(2009)。證券營業員人格特質、主管領導型態對工作績效之影響：以某證券公司為例。世新大學管理學院碩士論文。

二、英文部份

1. Allport, G.W., & Odbert, H.S., (1936). Trait-Names: A Psycho-Lexical Study. *Psychological Monographs* , Vol.47, 211.
2. Cattell, R. B., (1985). *Human Motivation and the Dynamic Calculus*. New York: Praeger
3. David.J C., (1989), *Organizational Behavior*, Boston : Allyn and Bacon.
4. DeBondt, W., (1993), Betting On Trends: Intuitive Forecasts Of Financial Risk And Return, *International Of Forecasting*, Vol.9, 355-371.
5. DeBondt, W. F., & Thaler, R. H., (1995). Financial Decision-Making in Markets and Firms: a Behavioral Perspective. In: Jarrow, R. A., Maksimovic, V., Ziemba, W. T. (Eds), *Finance, Handbooks in Operations Research and Management Science*, Vol.9 , 385-410. North Holland, Amsterdam.
6. Fama, E.F., (1981). Stock Returns, Real Activity, Inflation, and Money. *American Economic Review* , Vol.71 , No. 4, 545-565.
7. Farley, D.E., (2000), Achieving a Balance between Risk and Return , *Healthcare Financial Management*, Vol.54, No. 6, 54-58.
8. Friedman, M. and Roseman, R. H., (1974). *Type A Behavior and Your Heart*, New York: Knopf.
9. Guliford J., (1959). *Personality*. New York: McGraw-Hill.
10. Green, P. E. and A. Maheshwari (1969), "Common stock perception and preference: An application of multidimensional scaling," *Journal of Business* , Vol. 42, 439-457.
11. Judge, T. A., and Joyce, E. B. , (2001), Relationship of Core Self-Evaluation Self-Esteem, Generalized Self-Efficacy, Locus of Control, and Emotional Stability--with Job Satisfaction and Job Performance: A Meta- Analysis. *Journal of Applied Psychology*, Vol.86, No.1, 80-92.

12. Kahneman, D., and Tversky, A.,(1979).Prospect Theory; An Analysis of Decision under Risk, *Econometrica*, Vol.47, 263-291.
13. Kotler, P., (1998). Marketing Management: Analysis, Planning, Implementation and Control (9th ed.). *Prentice Hall Inc.*
14. Kotler, P., (2000). Marketing Management, 10th ed. Upper Saddle River, NJ: *Prentice Hall.*
15. Levenson, H.,(1974). Activism and Powerful. Others: Disjunction within the Concept of Internal-External Control,*Journal of Personality and Psychology, Social*, Vol.38, 337-383.
16. Litwin, G. H., and Stringer, R. A.,(1968). Motivation and Organization Climate, Boston : *Harvard University.*
17. Maital, S., Filer, R. and Simon, J. (1986),What Do People Bring to the stock Market (Besides Money)? — The Economic Psychology of Stock Market Behavior,in Gilad, B. and Kaish, S. Ed., *Handbook of Behavioral Economic-Behavioral Macroeconomics*, Connecticut : JAI Press Inc. 273-307
18. Marston, W. M. (1928), *Emotions of Normal People*, New York: Harcourt Brace and Company.
19. McCrae, R. R., and Costa, P. T. Jr., (1987). Validation of the Five-Factor Model of Personality across Instruments and Observers . *Journal of Personality and Social Psychology*, Vol.52, 81-90.
20. McCrae, R.R.,and Costa, P.T., (1992). NEO PI-R. *Professional Manual*. Odessa, FL: Psychological Assessment Resources, Inc.
21. Nagy, R. A. & R. W. Obenberger (1994), “Factors influencing individual investor behavior,” *Financial Analysts Journal*, Vol. 50(4), 63-68.

22. Olsen, R. A.,(1998). Behavioral Finance and its Implications Stock-price for Volatility . *Financial Analysis Journal*, Vol.54, No.2, 10-18.
23. Radcliffe, R. C., (1990). *Investment : Concepts, Analysis and Strategy*. 3rd, Scott-Foresman , Home-wood.
24. Robbins, S.P., (1991).*Organization theory: Structure, Design, and Application*. Englewood cliffs ,New Jerry: Printice-Hall.
25. Rotter, J. B., (1966). Generalized Expectancies for Internal Versus External Control of Reinforcement , *Psychological Monographs*, Vol.80.
26. Shiller, R. J.,(1979). The Volatility of Long Term Interest Rates and Expectations Models of the Term Structure, *Journal of Political Economy* ,Vol.87, 1190-1219.
27. Shiller, R. J. (1981).Do Stock Prices Move too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends ? *American Economic Review* ,Vol.71 , 421-498.
28. Slovic, P., (1972). Assessment of Risk-taking Behavior, *Psychological Bulletin*, Vol.61, 220-233.
29. Statman, M. (1999) .*Behavioral Finance : Past Battles and Future Engagements*,*Journal of Financial Analysts*, November/December, 18-27.
30. Thaler, R. H. (1980). Toward a Positive Theory of Consumer choice, *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol.1 , 39-60.