

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

陳榮方

國立高雄應用科技大學企業管理系副教授

afang@cc.kuas.edu.tw

陳麗梅

國立高雄應用科技大學高階經營管理研究所研究生

LeemeiChen@yuanta.com

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變的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。本研究目的實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。

關鍵詞： 風險承擔、投資決策因素、投資動機、資訊來源

Keywords: risk tolerance, investment decision, motivation of investment, assessment of costs, source of information

壹、緒論

一、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。

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，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：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。

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、最普遍的理財工具。然而，多元的投資選擇並非獲利保證。畢竟無法掌握的證券市場背景，其不確定因素相當多，但不論如何，股票投資人仍是願意將金錢投資於台灣股票市場，期以賺取最大獲利。

二、動機

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、平倉砍單等，這一切關於「停利停損」「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？為本研究動機之一。

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？此為本研究動機之二。

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，實施投資能力評估，並建立一套商品適合度政策，包括客戶、商品等風險之分類，俾理財人員依據客戶風險之承受度，提供客戶適當的商品。因此，投資人投資股票之風險承擔度是否會影響投資決策因素的探討，不禁油然而生。為本研究動機之三。

2010 年 702 期今周刊以斗大的標題『散戶投資處方箋』來因應後金融海嘯時期詭譎多變的金融市場，這是多麼令散戶投資人震撼的下標，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戶投資人來講，多半是在半信半疑中錯過居多。可是市場總有奇蹟，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。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，是為本研究動機四。

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程度，對投資決策影響之相對應關係。亦即探討投資人的風險

三、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。

貳、參考文獻

一、風險承擔概述

有關風險承擔 (Risk Taking) 的定義, Litwin and Stringer (1968) 認為代表一個人感到服務機構及工作上所具有冒險及挑戰性之程度; 亦即組織的特性是偏重於冒險行為或是偏重於安全保守。吳秉恩 (1986) 認為風險取向是指決策者承擔風險之意願, 此種承擔風險或規避之意願, 將影響對時間知覺、情報知覺之程度; 承擔風險的經理人, 決策比較迅速, 所用情報較少, 反之則否。譬如: 對證券交易商而言, 具風險承擔偏好者似有較佳的績效, 反觀, 稽核工作者小心謹慎, 則其規避風險者的表現會較佳。

而 Robbins (1991, 2001) 在組織行為研究之領域上提出了幾項人格特質, 包含: 內、外控傾向性格、自我警覺性格、馬基維利主義性格、風險承擔性格、自我肯定性格、及 A/B 型性格等六項, 其中對於風險承擔是指「每個人碰運氣的意願不同」, 當危險來臨時, 個體選擇承擔危險或逃避危險的傾向, 可用來預測個體作決策的時間有多長; 因此, 根據上述定義: 人們承擔風險的意願為風險態度也就是風險承擔。在投資的角度, 早期 Green 和 Maheshwari (1969) 探討投資人的投資動機, 結果顯示: 報酬和風險是最具顯著的考量。Olsen (1998) 則指出投資人會因不同的風險態度而對成本因素有不同的考量, 做出不同的決策。

黃洲煌 (2000) 的研究中也指出, 風險承擔指的是員工承擔風險的傾向。高風險偏好的人決策比較迅速, 所用的情報較少, 但組織成員中普遍規避風險為多, 因此, 個體之間即存在著風險承擔的差異性; 杜梅明 (2005) 也認為風險偏好是指個人的冒險傾向; 當面臨不確定性的情境時, 個體所表彰其選擇承擔危險或規避危險的意願。江佳宇 (2006) 針對風險承擔實證結果指出, 多數投資人在面臨風險時其投資決策會採取風險規避的態度。

早期 Green 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。Farley (2000) 針對投資人風險屬性之不同, 將受測者分成兩類, 分別為: (一) 風險承擔偏好程度高者: 風險偏好高者會為了追求更大的報酬機會而願意承擔較大的風險, 決策較為迅速, 在投資上較重視短線操作, 屬於較積極的投資人。(二) 風險承擔偏好程度低者: 則重視風險的最小化, 寧可獲取較少的利潤, 也不願意冒較大的風險, 其投資目標的選擇, 傾向為風險性低的績優股, 並且會有較長的持股期間, 屬於較保守的投資人。宋明哲 (2001) 指出風險承擔的三種傾向: (一) 風險偏好傾向: 人們為了追求最大的利益而從事可能產生風險的活動。(二) 風險規避傾向: 人們為了免除風險的威脅, 採取試圖使損失發生機率等於零的措施, 通常使用兩種方式: 1. 根本不從事可能產生某種特定風險的任何活動。2. 中途放棄可能產生某特定風險的活動 (三) 風險接受傾向: 即風險中立, 只求降低風險並不強調降至零, 有別於風險規避行為與風險愛好行為, 以縮小損失幅度為目的。

綜上, 本研究依據 Robbins (1991) 的看法, 認為風險承擔是指「每個人碰運氣意願不同。故本研究認為投資人在不確定的投資環境因素下, 其展現出個人承擔投資風險的意願不同。本研究參考宋明哲 (2001) 以下列三種傾向作為風險承擔變數進行研究, 定義如下:

- 1、風險規避: 人們為了免除風險的威脅, 採取使損失發生機率等於零。
- 2、風險接受: 只求降低風險並不強調降至零, 有別於風險規避行為與風險愛好行為, 以縮小損失幅度為目的。
- 3、風險偏好: 人們為了追求最大利益而從事可能產生風險的活動。

二、投資決策因素概述

Slovic (1972) 在研究個人決定投資決策的過程, 其認為投資決策的決定過程, 包括投資者心理和資訊的蒐集、解讀、研判與分析, 投資決策的決定、預測、診斷與評價到最終的決策行為, 其整個流程稱為投資行為; 而 Radcliffe (1990) 將投資行為歷程簡化, 利用投資決策過程三階段, 來說明投資人的投資行為; 首先投資人會先確認投資組合目標和限制條件, 其次是利用期望報酬率等衡量工具來評估與選擇符合前述要求之投資標的, 最後階段則是監控投資績效。就投資決策過程三階段中, 顯而易見「風險」的考量始終是一大因素。

投資行為的發展理論中, 先有傳統財務學、展望理論, 後有行為財務學。傳統財務理論是建立於「理性」、

「效率市場」等假設上，故常無法解釋一些真實市場上所發生的異常交易行為。實務上，以股票市場的變化最具代表性。另一派學者是將心理學應用到金融市場，探究投資者的心理決策過程，稱之為行為財務學，而 Statman (1999) 指出行為財務學是以心理學為基礎，對人類行為模式進行研究，且非傳統財務學之分支，而是取代傳統財務學。

在行為財務學領域中，極具代表性的理論之一，就是 Kahneman and Tversky (1979) 所提出的展望理論。展望理論指出，行為財務學是用來作為人們在不確定狀況下從事決策的經濟行為模型，而個人會因為情境改變而產生不同的決策，並在市場上產生重要的影響力，這種力量對於市場價格的影響將形成某些規則或結構；亦即展望理論認為人類會因情境不同而產生不同的決策，包含投資者行為模式；Maital、Filer and Simon (1986) 認為投資行為是會受到人格特質、及對資訊的認識、情緒的反應、報酬與風險等層面之影響；DeBondt and Thaler (1995) 也將個人因素列入考量認為：金融市場並非如傳統財務理論陳述般具有效率，人類會依據自己主觀判斷包含風險承擔能力等考量方下投資決定。事實上，就 Nagy and Obenberger (1994) 對於檢視影響投資人投資決策的因素；其發現：投資人係依據多元的評價標準，包括最大獲利、最低風險考量、公司財務考量及專家親友建議等等。可見「風險」的考量仍是一大因素。

本研究對於投資決策因素，將參考彭毓珍(2003)針對台灣股票與指數期貨市場投資行為所提出的投資決策因素，分別是投資動機、資訊來源與方案評估，分別說明如下：

(一) 投資動機

投資動機乃是指投資人進行投資活動所要達到的目的，Kotler (1998) 談到心理學對消費者行為的影響，曾提及動機將影響決策過程，並將其運用到消費者行為中，購買者決策過程及決策的選擇。其介入的過程包含消費者的主觀心理活動和客觀物質活動；他認為：購買過程始於消費者體認到需要或產生需要，再藉由外在的刺激，或內在的生理、心理主動感覺到，當實際狀態與欲求狀態之間具差異存在時，便會產生購買的驅動力。

而本研究對於投資者的投資動機也如同消費者購買動機般，投資人會藉由外在刺激（例如：電視上股票名嘴介紹股票、銀行理財專員介紹股票、經濟變好.....）或是內在心理（例如：貪婪的心理驅動去投資）而產生投資購買股票的驅動力。以台灣地區共同基金投資者為對象，陳麗莉(1997)探討各項影響投資者投資行為之因素，其結果顯示，在投資動機方面，以閒置資金的運用、追求長期投資收益、維持資金的價值及學習投資的知識和經驗為主；且在投資動機中，維持資金的價值、親朋好友的介紹、學習投資的知識和經驗及證明自己有投資的才能都具顯著性。

本研究將綜合以上，並參考 Kotler (1998) 彭毓珍 (2003) 等相關的研究，作為量測投資動機的基礎，綜合成：穩定避險與保值、迅速獲利及自我實現樂趣三種需求動機，作為本研究投資動機的構面。

(二) 資訊來源

對於資訊來源作為投資者決策因素的原因：Fama (1981) 以實證調查，研究股市價格、股票報酬與資訊的相關性中，引導出效率市場假說，他在效率市場假說中提出的三種市場效率性，指出投資者無法因為內線消息、基本分析或技術分析在市場中獲得超額報酬。而 Shiller (1979, 1981) 發現投資者對市場資訊的反應程度，將對市場形成不同的波動程度。以上得知，資訊來源的確是投資者做決策考量的因素之一。李宏達 (1989) 提到股票市場資訊來源有：基本分析、技術分析、營運績效、財務狀況、內線交易、個股掌握等六種資訊來源。而 Kotler (2000) 在購買行為提到資訊來源歸類為四種：

1. 個人來源 (personal sources)：例如：在股票市場上，投資人會由親人、鄰居、朋友和熟人介紹而投資股票。
2. 商業來源 (commercial sources)：例如：在股票市場上，投資人會經由票券經銷商、金融控股公司理財銷售人員介紹而投資股票。
3. 公共來源 (public sources)：例如：在股票市場上，投資人會經由投顧專家、財金雜誌評鑑來投資股票。
4. 經驗來源 (experiential sources)：例如：在股票市場上，投資人會以本身投資的經驗來投資股票。

綜合李宏達、彭毓珍以及 Kotler 理論，對於投資市場的資訊來源將其歸納為：專業基本分析、技術分析及市場消息面三類資訊來源。專業基本分析來源包括：公司財報、產業報導、分析師意見等，技術分析包括價量關係及技術指標等，市場消息面包括市場耳語、親朋好友等傳遞的消息；做為本研究投資動機的構面。

(三) 成本評估

成本評估是投資者投資決策的考量因素之一，本研究參考 Thaler (1980)所提出的沉沒成本效果理論；Thaler 根據願景理論，對於沉沒成本效果定義為：為了其所支付的成本，會增加其使用率，運用於股市或期市的交易，會因其支付的交易成本或未實現損失而增加風險偏好。另 Olsen (1998) 基於成本的考量，投資者可能選擇最適合自己的決策，而不一定是一個最好的決策。可見，成本評估的確也是投資者做決策考量的因素之一。本研究綜上，並參考彭毓珍(2003)針對投資人成本評估的構面，以交易成本與資金成本做為本研究投資決策因素中成本評估的構面。

綜觀上述，綜合參考李宏達(1989)、Kotler(2000)、彭毓珍(2003) 對投資決策因素的研究觀點，以投資動機、資訊來源及成本評估為要素來衡量投資決策因素。本研究將其構面定義如下：

- 1、投資動機：避險及保值、實現與樂趣、迅速獲利。
- 2、資訊來源：專業基本面、市場消息面、技術經驗面。
- 3、成本評估：交易成本、資金成本。

參、研究方法

一、研究架構

根據研究動機、目的與文獻探討之結果，本研究建構之研究架構如圖 1 所示；主要探討股市投資人風險承擔對投資決策因素間的關聯性。研究架構圖如圖 1，研究假設如表 1。

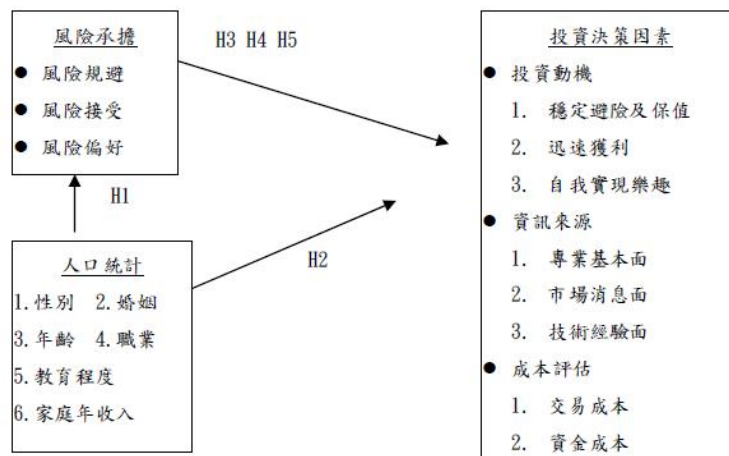


圖 1 研究架構

表 1 研究假設表

假 設	內 容
人口統計變數對於風險承擔之關係。	
H1	人口統計變數在風險承擔有顯著差異。
H1-1	人口統計變數在風險規避有顯著差異。
H1-2	人口統計變數在風險接受有顯著差異。
H1-3	人口統計變數在風險偏好有顯著差異。
人口特性對投資決策因素之關係。	
H2	人口統計變數在投資決策因素上有顯著差異。

H2-1	人口統計變數在投資動機上有顯著差異。
H2-2	人口統計變數在資訊來源上有顯著差異。
H2-3	人口統計變數在成本評估上有顯著差異。
風險承擔對投資決策因素之關係。	

H3	風險承擔對投資動機上有顯著影響。
H3-1a	風險規避對穩定避險及保值有顯著影響。
H3-1b	風險規避對迅速獲利有顯著影響。
H3-1c	風險規避對自我實現與樂趣有顯著影響。
H3-2a	風險接受對穩定避險及保值有顯著影響。
H3-2b	風險接受對迅速獲利有顯著影響。
H3-2c	風險接受對自我實現與樂趣有顯著影響。
H3-3a	風險偏好對穩定避險及保值有顯著影響。
H3-3b	風險偏好對迅速獲利有顯著影響。
H3-3c	風險偏好對自我實現與樂趣有顯著影響。
H4	風險承擔對資訊來源上有顯著影響。
H4-1a	風險規避對專業基本面有顯著影響。
H4-1b	風險規避對市場消息面有顯著影響。
H4-1c	風險規避對技術經驗面有顯著影響。
H4-2a	風險接受對專業基本面有顯著影響。
H4-2b	風險接受對市場消息面有顯著影響。
H4-2c	風險接受對技術經驗面有顯著影響。
H4-3a	風險偏好對專業基本面有顯著影響。
H4-3b	風險偏好對市場消息面有顯著影響。
H4-3c	風險偏好對技術經驗面有顯著影響。
H5	風險承擔對成本評估上有顯著影響。
H5-1a	風險規避對交易成本有顯著影響。
H5-1b	風險規避對資金成本有顯著影響。
H5-2a	風險接受對交易成本有顯著影響。
H5-2b	風險接受對資金成本有顯著影響。
H5-3a	風險偏好對交易成本有顯著影響。
H5-3b	風險偏好對資金成本有顯著影響。

資料來源:本研究整理

二、研究變項及操作性定義

本節依據研究之假設模型，將風險承擔、投資決策因素等構面所有變數之操作性定義加以說明。同時就問卷設計分別以風險承擔量表、投資決策因素量表及基本資料為設計主軸。

問卷設計乃是引用過去專家學者文獻既有之量表，另外少部分依據實務經驗來修正編製，問卷編製方式採用封閉式問卷，題目型式則以李克特（Likert Scale）五點式量表予以計分，受測者在量表上依題意填答個人對

問題之同意程度如何，以不記名方式從選項中圈選適合之程度。從「非常不同意」、「不同意」、「普通」、「同意」、「非常同意」選項中圈選，分別給予 1 分、2 分、3 分、4 分及 5 分，反向題則反向計分，最後則屬於基本資料，分別說明如表 2、表 3、表 4 所示：

表 2 風險承擔量表

變項	構面及定義	問項	量表	文獻來源
風險承擔	<u>風險規避</u> 人們為了免除風險的威脅，採取試圖使損失發生機率等於零的措施。	1. 在新工作還沒有著落前，我絕不辭職。 2. 我絕不買投機性高的股票。 3. 即使我不確定其他人(例如：我老闆的反應)我仍喜歡提出新點子。	採用 Likert Scale 五點計分	江佳宇(2006) Farley(2000) 宋明哲(2001)
	<u>風險接受</u> 只求降低風險並不強調降至零，有別於風險規避行為與風險愛好行為，以縮小損失幅度為目的。	1. 『收入平平而安穩的工作』與『收入高但保障較低的工作』，兩者相較，我會選擇收入高但保障較低的工作。 2. 當某特定股票未來有上漲空間時，我即使資金不足，也會借錢來購買。 3. 我喜歡把資金集中用來購買單一股票或單一產業的股票。		
	<u>風險偏好</u> 人們為了追求最大的利益而從事可能產生風險的活動。	1. 我甘願冒著自行創業的風險，也不願意替人工作。 2. 如果我賭博的話，絕對不押小注。 3. 我願意考慮只有佣金而沒底薪的工作。		

表 3 投資決策因素量表

變項	構面及定義	問項	量表	文獻來源
投資動機	<u>穩定避險及保值</u>	1. 分散投資風險、善用閒置資金。 2. 保持資產價值。 3. 為了避險需求。	採用 Likert Scale 五點計分	Kotler(1998) 彭毓珍(2003)
	<u>迅速獲利</u>	1. 獲取高額的利潤。 2. 資產快速增值。 3. 以靈活的資金運用賺取比銀行利息高的利潤。		
	<u>實現與樂趣</u>	1. 肯定個人能力。 2. 印證個人所學。 3. 享受交易的樂趣。		
資訊來源	<u>專業基本面</u>	1. 財經、產業等專業資料。 2. 上市櫃公司的財報、法說會。	採用 Likert Scale 五點計分	李宏達 (1981) Kotler(1998) 彭毓珍(2003)
	<u>市場消息面</u>	1. 親朋好友或熟人告知的消息。 2. 聽取專業投顧分析師的意見。 3. 聽取營業人員的意見。 4. 市場耳語。		
	<u>技術經驗面</u>	1. 技術指標分析。 2. 個人過去的交易經驗。		
成本評估	<u>交易成本</u>	1. 若另一家證券商手續費較便宜，會考慮轉換至另一家證券商。 2. 手續費高低，對於從事投資交易有相當影響。 3. 如果調降手續費或交易稅等交易成本，我將會增加交易。	採用 Likert Scale 五點計分	李宏達 (1981) Kotler(1998) 彭毓珍(2003)
	<u>資金成本</u>	1. 從事股票交易的收益，要大於銀行利息。 2. 不考慮以融資融券交易，因為需多花利息息本。 3. 買進股票後，至少須高於成本(含購買股票金額及手續費、交易稅之總和)，才會考慮賣出。 4. 會考量買進績優股，以降低風險。		

表 4 投資人基本資料問卷設計

問題內容	資料型態	問卷問項
性別	名目尺度	1. 男 2. 女
婚姻	名目尺度	1. 未婚 2. 已婚
年齡	名目尺度	1. 未滿 25 歲 2. 25~35 歲 3. 36~45 歲 4. 46~55 歲 5. 56~65 歲 6. 65 歲以上
職業	名目尺度	1. 上班族 2. 企業主 3. 自由業 4. 專業理財 5. 無業或待業中 6. 其他
教育程度	名目尺度	1. 國中以下 2. 高中(職) 3. 專科或大學 4. 研究所以上
家庭年收入	名目尺度	1. 未滿 40 萬元 2. 40 萬-100 萬元 3. 101 萬-200 萬元 4. 201 萬-500 萬元 5. 500 萬元以上

三、研究對象與抽樣方法

本研究採用便利抽樣之方式，選取高雄市區某證券分公司，作為問卷前測發放地點，共發放 40 份問卷，以有實際從事台灣股票交易的投資人為研究對象，故選定某金控證券公司大高雄地區的開戶投資人為研究對象。

1. 資料分析方法與工具：本研究運用統計軟體 SPSS 12.0 作為統計工具，進行資料分析與檢定。包含：描述性統計分析、信度分析、相關分析、複迴歸分析等。
2. 預試問卷發放與回收：預試共發出問卷 40 份，實際回收 40 份，剔除無效問卷 6 份，回收率 85%。針對研究構面進行信度分析，預試結果彙整如表 5 顯示皆符合高信度標準。

肆、資料分析結果

一、問卷回收與樣本結構分析

本研究採用便利抽樣方式，主要係以高雄地區某金控證券公司投資人為樣本，問卷於 2011 年 2 月至 4 月間完成發放及回收工作。總計發放 500 份問卷，總回收 395 份問卷，有效回收問卷為 298 份，有效問卷回收率為 59.6%。

表 5 整體問項之信度分析 (n=34)

項目	整體	風險承擔	投資動機	資訊來源	成本評估
Cronbach's α	0.848	0.815	0.755	0.759	0.703

(一) 樣本特性概況分析表：

由表 6 得知，有效問卷數共 298 份，女性較多，佔全體樣本數 67.1%；在婚姻方面，已婚者占 72.1%，在年齡方面，年齡以 36~45 歲所佔比例最高，佔全體樣本數 39.3%；其次是 25~35 歲，佔全體樣本數 27.2%。在職業分配方面，屬上班族最多佔 70.8%，其次是專業理財佔 13.4%。在教育程度方面，最多為專科或大學，佔全體樣本數 75.2%。在家庭年收入分配方面，40~100 萬(含)最多佔 57.7%，101~200 萬(含)佔 30.2%。

(二) 各研究變項之描述性統計

在各研究變項中，從表 7 知，在風險承擔變數各構面問項的平均數，介於 4.68 到 3.28 之間。而研究問項中「在新工作還沒有著落前，我絕不辭職」平均數為 4.68，「我絕不買投機性高的股票」平均數為 4.52，「即使我不確定其他人，(例如：我老闆的反應)我仍喜歡提出新點子」平均數為 4.48。顯見股市投資受訪者對於風險承擔能力多以風險規避之保守態度為取向。

表 6 樣本結構次數分配與百分比(n=298)

變項	類別	次數	百分比(%)	累積百分比(%)
性別	男	98	32.9	32.9
	女	200	67.1	100.0
	總和	298	100.0	
婚姻	未婚	83	27.9	27.9
	已婚	215	72.1	100
	總和	298	100	
年齡	未滿25歲	7	2.3	2.3
	25~35歲	81	27.2	29.5
	36~45歲	117	39.3	68.8
	46~55歲	71	23.8	92.6
	56~65歲	20	6.7	99.3
	65歲以上	2	0.7	100
	總和	298	100	
職業	上班族	211	70.8	70.8
	企業主	3	1.0	71.8
	自由業	23	7.7	79.5
	專業理財	40	13.4	93.0
	無業或待業中	3	1.0	94.0
	其它	18	6.0	100
	總和	298	100	
教育程度	國中以下	1	0.3	0.3
	高中職	61	20.5	20.8
	專科或大學	224	75.2	96.0
	研究所以上	12	4.0	100
	總和	298	100	
家庭年收入	未滿40萬元	18	6.0	6.0
	40萬~100萬元	172	57.7	63.8
	101萬~200萬元	90	30.2	94.0
	201萬~500萬元	14	4.7	98.7
	500萬以上	4	1.3	100
	總和	298	100	

表 7 險承擔變數之平均數與標準差

研究構面	問項	平均數	標準差	平均數序列
風險規避	1. 在新工作還沒有著落前，我絕不辭職。	4.68	1.44	1
	2. 我絕不買投機性高的股票。	4.52	1.35	2
	3. 即使我不確定其他人(例如：我老闆的反應)我仍喜歡提出新點子。	4.48	1.51	3
風險接受	1. 『收入平平而安穩的工作』與『收入高但保障較低的工作』，兩者相較，我會選擇收入高但保障較低的工作。	3.94	1.93	5
	2. 當某特定股票未來有上漲空間時，我即使資金不足，也會借錢來購買。	4.08	1.94	4
	3. 我喜歡把資金集中用來購買單一股票或單一產業的股票。	3.58	1.93	6
風險偏好	1. 我甘願冒著自行創業的風險，也不願意替人工作。	3.42	1.32	7
	2. 如果我賭博的話，絕對不押小注。	3.28	1.42	9
	3. 我願意考慮只有佣金而沒底薪的工作。	3.32	1.49	8

從表 8 知，在投資動機變數之各構面問項的平均數，介於 5.44 到 4.68 之間，受訪者認同度較高的前二名依序為穩定避險及保值構面之「分散投資風險、善用閒置資金」平均數為 5.44；迅速獲利構面之「獲取高額利潤」平均數為 5.44，顯見受訪者買賣股票的動機多以運用閒置資金、分散投資風險及創造高獲利等實質效益為其出發點。

表 8 投資動機變數之平均數與標準差

研究構面	問項	平均數	標準差	平均數序列
穩定避險及保值	1. 分散投資風險、善用閒置資金。	5.44	0.88	1
	2. 保持資產價值。	5.36	0.87	3
	3. 為了避險需求。	5.00	0.98	5
迅速獲利	1. 獲取高額利潤。	5.44	0.88	1
	2. 資產快速增值。	5.43	0.86	2
	3. 以靈活的資金運用賺取比銀行利息高的利潤	5.27	0.94	4
自我實現樂趣	1. 肯定個人能力。	4.85	1.09	7
	2. 印證個人所學。	4.68	1.19	6
	3. 享受交易樂趣。	4.84	1.12	8

從表 9 得知，在資訊來源變數之各構面問項的平均數，介於 5.43 到 4.85 之間。受訪者認同度較高的前二名依序為技術經驗面構面之「技術指標」平均數為 5.43 及市場消息面構面之「親朋好友告知的消息」「專業投資分析師的意見」平均數皆為 5.34，顯見受訪者對於買賣股票的資訊來源是較具多元化。另外，受訪者對於資訊來源認同度較低的最後二名依序為市場消息面構面之「市場耳語」平均數為 4.85 及「營業人員的意見」平均數為 5.06，顯見受訪者對於市場訊息的認同度比較低。

台灣股票市場乃是一成熟市場，資訊內容隨時更新，資訊來源不論國內、國外、公開、非公開等漫天皆是，但從表 10 資料結果可發現，股票投資人對於資訊來源為市場消息面時，其相當重視提供者的身份。

表 9 資訊來源變數之平均數與標準差

研究構面	問項	平均數	標準差	平均數序列
專業基本面	1.上市櫃公司的財報、法說會。	5.19	0.82	5
	2.財經、產業等專業資料。	5.30	0.78	3
市場消息面	1.親朋好友告知的消息。。	5.34	0.99	2
	2.專業投資分析師的意見。	5.34	0.89	2
	3.營業人員的意見。	5.06	0.97	6
	4.市場耳語。	4.85	1.09	7
技術經驗面	1.技術指標。	5.43	0.86	1
	2.過去的交易經驗。	5.27	0.94	4

由表 10 得知，在成本評估變數之各構面問項的平均數，介於 5.42 到 4.85 之間。受訪者認同度較高的為資金成本構面之「從事股票交易的收益，要大於銀行利息」平均數為 5.42 及「手續費的高低，對於我從事投資交易有相當的影響」平均數為 5.31，顯見受訪投資人對於買賣投資股票之效益是具有預期性且對於相關成本是相當重視。另外，認同度較低的為資金成本構面之「不考慮以融資融券交易，因為需多花費利息成本」平均數為 4.85，由於融資融券交易在證券市場屬信用交易的一環，顯見受訪投資者對於運用個人信用來支持其投資決策是具接受度。

表 10 本評估變數之平均數與標準差

研究構面	問項	平均數	標準差	平均數序列
交易成本	1.若另一家證券商手續費較便宜，會考慮轉換至另一家證券商。	5.24	1.25	4
	2.手續費的高低，對於我從事投資交易有相當的影響。	5.31	1.17	2
	3.如果調降手續費或交易稅等交易成本，我將會增加交易。	5.10	1.20	5
資金成本	4.從事股票交易的收益，要大於銀行利息。	5.42	1.33	1
	5.不考慮以融資融券交易，因為需多花費利息成本。	4.85	1.48	7
	6.若買進股票後，至少必須高於成本(含購買股票金額及手續費、交易稅之總和)，才會考賣出。	4.99	1.45	6
	7.會考量買進績優股，以降低風險。	5.28	1.43	3

二、信度分析

本研究之問卷信度方面，採 Cronbach's α 係數來衡量問卷各變數之構面其信度值，結果詳如表 11 由於分析結果 Cronbach's α 值均大於 0.7，皆符合高信度標準；項目刪除時的 Cronbach's α 值低於該構面的總 Cronbach's α 值之題項，其修正的項目總相關均 >0.3 ，顯示本問卷所有題目均未達刪除標準，表示本問卷整體問項具高信度(Cuieford, 1965)，衡量結果相當一致及穩定。

表 11 本研究問卷各構面信度檢定(n=298)

研究變數	研究構面	衡量問項數	Cronbach's α
風險承擔	風險規避	3	0.933
	風險接受	3	0.969
	風險偏好	3	0.943
迅速獲利	穩定避險及保值	3	0.830
	迅速獲利	3	0.868
	自我實現樂趣	3	0.869
資訊來源	專業基本面	2	0.938
	市場消息面	4	0.828
	技術經驗面	2	0.812
成本評估	交易成本	3	0.819
	資金成本	4	0.860

三、人口統計變項分析

本研究在探討不同人口統計變項，對風險承擔、投資動機、資訊來源、成本評估等變數間有無顯著差異之情形。本研究分析結果分述如下：

性別之獨立樣本 T 檢定分析結果顯示，男女因性別不同，在風險承擔變數之風險偏好與風險接受構面上皆達到顯著差異，在投資動機變數之自我實現樂趣構面達到顯著差異，在資訊來源變數之專業基本面構面達到顯著差異，且不論風險偏好、風險接受、投資動機自我實現樂趣、資訊來源專業基本面的重視程度，皆男性較女性為高。

婚姻之獨立樣本 T 檢定分析結果顯示，各究構面上皆未達顯著差異。

年齡之單因子變異數分析結果顯示，股市投資人在不同年齡對風險承擔、投資動機、資訊來源、之各構面上皆未達到顯著差異，僅在成本評估變數之資金成本構面達到顯著差異，再以 Scheffe 法進行事後比較，發現在成本評估變數之資金成本構面上，年齡以「65 歲以上」明顯高於「未滿 25 歲」，而在其他構面上則未達顯著差異。

職業之單因子變異數分析結果顯示，股市投資人的不同職業在風險承擔、投資動機、資訊來源、之各構面上皆未達到顯著差異，僅成本評估之資金成本構面上達到顯著差異，但以 Scheffe 法進行事後比較，無法分辨出其差別。

教育程度之單因子變異數分析結果顯示，不同教育程度的股市投資人在風險承擔、投資動機、資訊來源、之各構面上皆未達到顯著差異，故不同教育程度對各研究變數並沒有顯著差異。

家庭年收入之單因子變異數分析結果顯示，不同家庭年收入在股市投資人之風險承擔、投資動機、資訊來源、成本評估之構面上皆未達到顯著差異，故不同家庭年收入對各研究變數並沒有顯著差異。

四、相關分析

在進行迴歸分析前，本研究先以 Pearson 相關分析來觀察自變數與依變數之間是否具有相關性，以決定該模型是否適合做迴歸分析(Hair et al., 2006)。本研究利用 Pearson 相關係數的檢定，來觀察等變數各構面之間是否具有顯著的相關性存在，並從係數大小可指出兩兩變數各構面間關係的密切程度。

(一) 風險承擔、投資動機、資訊來源、成本評估之相關分析

由表 12 以得知，風險承擔、投資動機、資訊來源、成本評估，兩兩變數間的關係程度為：(1)風險承擔與投資動機、資訊來源呈現顯著正向相關，其相關係數分別為 0.21、0.16。(2)投資動機與資訊來源呈現顯著正向

相關，其相關係數為 0.93。(3)資訊來源與成本評估呈現顯著正向相關，其相關係數為 0.09。

綜合上述分析，可知股市投資人風險承擔與投資動機及資訊來源的相關程度最高，其中，兩兩變數間的關係也皆呈現顯著正向相關。

表 12 風險承擔、投資動機、資訊來源及成本評估的相關性

壹、研究構面	貳、風險承擔	參、投資動機	肆、資訊來源	伍、成本評估
陸、風險承擔	柒、1.00	捌、	玖、	壹拾、
拾壹、投資動機	壹拾貳、0.21**	壹拾參、1.00	壹拾肆、	壹拾伍、
壹拾陸、資訊來源	壹拾柒、0.16**	壹拾捌、0.93**	壹拾玖、1.00	貳拾、
貳拾壹、成本評估	貳拾貳、0.05	貳拾參、0.08	貳拾肆、0.09*	貳拾伍、1.00

【註】**表示 p 值 < 0.01 *表示 p 值 < 0.05

(二) 風險承擔與投資動機各構面間之相關分析

風險承擔變數之風險規避、風險接受、風險偏好等構面與投資動機變數之穩定避險及保值、自我實現樂趣、迅速獲利等構面，其兩兩構面間的關係程度為：

- A. 風險規避與穩定避險及保值均有呈現顯著正相關，其相關係數為 0.23。
- B. 風險接受與自我實現樂趣及迅速獲利均有呈現顯著正相關，其相關係數分別為 0.25、0.18。
- C. 風險偏好與自我實現樂趣及迅速獲利均有呈現顯著正相關，其相關係數分別為 0.18、0.13。但其與穩定避險及保值則呈現負相關，其相關係數為-0.12。

(三) 風險承擔與資訊來源各構面間之相關分析

風險承擔變數之風險規避、風險接受、風險偏好等構面與資訊來源變數之專業基本面、市場消息面、技術經驗面等構面，其兩兩構面間的關係程度為：

- A. 風險規避與專業基本面及市場消息面均有呈現顯著正相關，其相關係數分別為 0.17、0.20。
- B. 風險接受與市場消息面及技術經驗面均有呈現顯著正相關，其相關係數分別為 0.11、0.14。
- C. 風險偏好與專業基本面、市場消息面、技術經驗面均未呈現相關性。

(四) 風險承擔與成本評估各構面間之相關分析

風險承擔變數之風險規避、風險接受、風險偏好等構面與成本評估變數之交易成本、資金成本等構面，其兩兩構面間的關係程度為：

- A. 風險規避與資金成本有呈現顯著正相關，其相關係數分別為 0.20。
- B. 風險接受與風險偏好等構面與交易成本及資金成本等構面均未呈現相關性。

五、複迴歸分析

複迴歸分析主要是利用一個獨立變項去預測另一個依變項，來檢測變項間的關係及其預測力的大小，本節透過複迴歸分析方法，來探究變數間彼此的因果關係與影響。

(一) 風險承擔變數與投資動機變數的複迴歸分析

貳拾陸、H3	貳拾柒、風險承擔對投資動機上有顯著影響。
--------	----------------------

表 13，風險承擔的構面與穩定避險及保值的構面，其 F 值為 7.361，adj-R2 值為 0.060，P 值為 0.000，其中風險規避與穩定避險及保值的構面 P 值為 0.000，有顯著正向的影響，表示當風險承擔態度為風險規避時，對投資決策因素投資動機的穩定避險及保值之構面是具正面相當影響。

H3-1a 風險規避對穩定避險及保值有顯著影響為成立。H3-2a 風險接受對穩定避險及保值有顯著影響不成立。

H3-3a 風險偏好對穩定避險及保值有顯著影響為不成立。

表 13 險承擔的構面與穩定避險及保值變數之複迴歸分析(n=298)

構面	穩定避險及保值				備註
	β	標準誤	t	VIF	
(常數)	4.191**	0.325	12.903		F : 7.361 Sig. : 0.000 R ² : 0.070 adj-R2 : 0.060
風險規避	0.229**	0.059	3.862	1.032	
風險接受	0.046	0.028	1.677	1.085	
風險偏好	-0.072	0.039	-1.824	1.115	

【註】*為 p<0.05 **為 p<0.01

表 14 知，風險承擔的構面與迅速獲利的構面，其 F 值為 3.875，adj-R2 值為 0.028，P 值為 0.010，達顯著影響，其中風險接受與迅速獲利的構面 P 值為 0.012，有顯著正向的影響，表示當風險承擔態度為風險接受時，其投資動機中迅速獲利之動機是具影響的。H3-1b 風險規避對迅速獲利有顯著影響為不成立。H3-2b 風險接受對迅速獲利有顯著影響為成立。H3-3b 風險偏好對迅速獲利有顯著影響為不成立。

表 14 風險承擔的構面與迅速獲利變數之複迴歸分析(n=298)

構面	迅速獲利				備註
	β	標準誤	t	VIF	
(常數)	4.885**	0.296	16.491		F : 3.875 Sig. : 0.010 R ² : 0.038 adj-R2 : 0.028
風險規避	0.016	0.054	0.290	1.032	
風險接受	0.064*	0.025	2.542	1.085	
風險偏好	0.053	0.036	1.485	1.115	

【註】*為 p<0.05 **為 p<0.01

表 15 知，風險承擔的構面與自我實現與樂趣的構面，其 F 值為 8.047，adj-R2 值為 0.066，P 值為 0.000，達顯著影響，其中風險接受與風險偏好對自我實現與樂趣的構面 P 值分別為 0.000、0.034，表示當風險承擔態度為風險接受與風險偏好時，其投資動機中自我實現與樂趣之動機是具影響的。H3-1c 風險規避對自我實現與樂趣有顯著影響不成立。H3-2c 風險接受對自我實現與樂趣有顯著影響為成立。H3-3c 風險偏好對自我實現與樂趣有顯著影響為成立。

表 15 風險承擔的構面與自我實現與樂趣變數之複迴歸分析(n=298)

構面	自我實現與樂趣				備註
	β	標準誤	t	VIF	
(常數)	3.741**	0.368	10.163		F : 8.047 Sig. : 0.000 R ² : 0.076 adj-R2 : 0.066
風險規避	0.065	0.067	0.960	1.032	
風險接受	0.115**	0.031	3.657	1.085	
風險偏好	0.095*	0.045	2.135	1.115	

【註】*為 p<0.05 **為 p<0.01

(二) 風險承擔變數與資訊來源變數的複迴歸分析

貳拾捌、H4	貳拾玖、風險承擔對資訊來源上有顯著影響。
--------	----------------------

表 16 知，風險承擔的構面與專業基本面的構面，其 F 值為 4.335，adj-R2 值為 0.033，P 值為 0.005，達顯著正向影響，其中風險規避對專業基本面的構面 P 值為 0.001，表示當風險承擔態度為風險規避時，其對

資訊來源中專業基本面是具相當影響的。

H4-1a 風險規避對專業基本面有顯著影響為成立。H4-2a 風險接受對專業基本面有顯著影響為不成立。

H4-3a 風險偏好對專業基本面有顯著影響為不成立。

表 16 險承擔的構面與專業基本面變數之複迴歸分析(n=298)

構面	專業基本面				備註
	β	標準誤	t	VIF	
(常數)	4.210**	0.290	14.540		F : 4.335
風險規避	0.171**	0.053	3.237	1.032	Sig. : 0.005
風險接受	0.021	0.025	0.872	1.085	R ² : 0.042
風險偏好	0.055	0.035	1.584	1.115	adj-R2 : 0.033

【註】*為 p<0.05 **為 p<0.01

表 17 知，風險承擔的構面與市場消息面的構面，其 F 值為 6.074，adj-R2 值為 0.049，P 值為 0.001，達顯著正向影響，其中風險承擔態度為風險規避與風險接受時，對市場消息面的構面 P 值為 0.001、0.020，是具有顯著影響的。H4-1b 風險規避對市場消息面有顯著影響為成立。

H4-2b 風險接受對市場消息面有顯著影響為成立。H4-3b 風險偏好對市場消息面有顯著影響為不成立。

表 17 險承擔的構面與市場消息面變數之複迴歸分析(n=298)

構面	市場消息面				備註
	β	標準誤	t	VIF	
(常數)	4.099**	0.308	13.291		F : 6.074
風險規避	0.194**	0.056	3.454	1.032	Sig. : 0.001
風險接受	0.061*	0.026	2.335	1.085	R ² : 0.058
風險偏好	-0.038	0.037	-1.023	1.115	adj-R2 : 0.049

【註】*為 p<0.05**為p<0.01

表 18，風險承擔的構面與技術經驗面的構面，其 F 值為 2.369，adj-R2 值為 0.014，P 值為 0.071，未達顯著影響，但其中風險承擔態度為風險接受時，其對技術經驗面的構面 P 值為 0.039，是具顯著影響。

H4-1c 風險規避對技術經驗面有顯著影響為不成立。H4-2c 風險接受對技術經驗面有顯著影響為成立。

H4-3c 風險偏好對技術經驗面有顯著影響為不成立。

表 18 險承擔的構面與技術經驗面變數之複迴歸分析(n=298)

構面	技術經驗面				備註
	β	標準誤	t	VIF	
(常數)	4.916**	0.310		15.855	F : 2.369
風險規避	0.021	0.057	0.371	1.032	Sig. : 0.071
風險接受	0.055**	0.026	2.070	1.085	R ² : 0.024
風險偏好	0.039	0.038	1.047	1.115	adj-R2 : 0.014

【註】*為 p<0.05 **為 p<0.01

(三) 風險承擔變數與成本評估變數的複迴歸分析

參拾、H10	參拾壹、風險承擔對成本評估上有顯著影響。
--------	----------------------

表 19，風險承擔的構面與成本評估交易成本的構面，其 F 值為 0.787，adj-R2 值為-0.002，P 值為 0.502，

皆未達顯著影響，表示當風險承擔態度為風險規避、風險接受、風險偏好時，其對成本評估的交易成本是不具顯著影響。H5-1a 風險規避對交易成本有顯著影響為不成立。

H5-2a 風險接受對交易成本有顯著影響為不成立。H5-3a 風險偏好對交易成本有顯著影響為不成立。

表 19 承擔的構面與交易成本變數之複迴歸分析(n=298)

構面	交易成本				備註
	β	標準誤	t	VIF	
(常數)	5.068**	0.405	12.518		F : 0.787
風險規避	0.000	0.074	0.001	1.032	Sig. : 0.502
風險接受	0.051	0.034	1.468	1.085	R ² : 0.008
風險偏好	-0.041	0.049	-0.834	1.115	adj-R2 : -0.002

【註】*為 p<0.05 **為 p<0.01

表 20 知，風險承擔的構面與成本評估資金成本的構面，其 F 值為 04.317，adj-R2 值為 0.032，P 值為 0.005，皆達顯著影響，表示當風險承擔態度為風險規避時，其對成本評估為資金成本時 P 值為 0.000 是具顯著影響。

H5-1b 風險規避對資金成本有顯著影響為成立。H5-2b 風險接受對資金成本有顯著影響為不成立。

H5-3b 風險偏好對資金成本有顯著影響為不成立。

表 20 險承擔的構面與資金成本變數之複迴歸分析(n=298)

構面	資金成本				備註
	β	標準誤	t	VIF	
(常數)	4.131**	0.331	12.495		F : 4.317
風險規避	0.216**	0.060	3.577	1.032	Sig. : 0.005
風險接受	-0.008	0.028	-0.286	1.085	R ² : 0.042
風險偏好	0.019	0.040	0.468	1.115	adj-R2 : 0.032

【註】*為 p<0.05 **為 p<0.01

本研究將假說 H1 至假說 H5 之驗證，經由 Pearson 相關分析、複迴歸分析後，將實證檢定結果的支持與否，彙整如表 21 示。

表 21 研究假說檢定結果彙總表

假設	內容	支持與否
人口統計變數對於風險承擔之關係。		
H1	人口統計變數在風險承擔有顯著差異。	部分成立
H1-1	人口統計變數在風險規避有顯著差異。	不成立
H1-2	人口統計變數在風險接受有顯著差異。	部分成立
H1-3	人口統計變數在風險偏好有顯著差異。	部分成立
人口特性對投資決策因素之關係。		
H2	人口統計變數在投資決策因素上有顯著差異。	部分成立
H2-1	人口統計變數在投資動機上有顯著差異。	部分成立
H2-2	人口統計變數在資訊來源上有顯著差異。	部分成立
H2-3	人口統計變數在成本評估上有顯著差異。	部分成立

表 21 研究假說檢定結果彙總表(續)

假 設	內 容	支持與否
風險承擔對投資決策因素之關係。		
H3	風險承擔對投資動機上有顯著影響。	部分成立
H3-1a	風險規避對穩定避險及保值有顯著影響。	成立
H3-1b	風險規避對迅速獲利有顯著影響。	不成立
H3-1c	風險規避對自我實現與樂趣有顯著影響。	不成立
H3-2a	風險接受對穩定避險及保值有顯著影響。	不成立
H3-2b	風險接受對迅速獲利有顯著影響。	成立
H3-2c	風險接受對自我實現與樂趣有顯著影響。	成立
H3-3a	風險偏好對穩定避險及保值有顯著影響。	不成立
H3-3b	風險偏好對迅速獲利有顯著影響。	不成立
H3-3c	風險偏好對自我實現與樂趣有顯著影響。	成立
H4	風險承擔對資訊來源上有顯著影響。	部分成立
H4-1a	風險規避對專業基本面有顯著影響。	成立
H4-1b	風險規避對市場消息面顯著影響。	成立
H4-1c	風險規避對技術經驗面有顯著影響。	不成立
H4-2a	風險接受對專業基本面有顯著影響。	不成立
H4-2b	風險接受對市場消息面有顯著影響。	成立
H4-2c	風險接受對技術經驗面有顯著影響。	成立
H4-3a	風險偏好對專業基本面有顯著影響。	不成立
H4-3b	風險偏好對市場消息面有顯著影響。	不成立
H4-3c	風險偏好對技術經驗面有顯著影響。	不成立
H5	風險承擔對成本評估上有顯著影響。	部分成立
H5-1a	風險規避對交易成本有顯著影響。	不成立
H5-1b	風險規避對資金成本有顯著影響。	成立
H5-2a	風險接受對交易成本有顯著影響。	不成立
H5-2b	風險接受對資金成本有顯著影響。	不成立
H5-3a	風險偏好對交易成本有顯著影響。	不成立
H5-3b	風險偏好對資金成本有顯著影響。	不成立

資料來源:本研究整理

伍、結論與建議

一、研究發現

1. 本研究樣本受訪者為證券市場具股票交易經驗的股市投資人，樣本結構男、女性別比例約占 1/3 及 2/3，多為已婚，年齡層以 36~45 歲為主；職業方面以上班族居多；教育程度以專科或大學為主；家庭年收入以 40 萬~100 萬元為最多佔 57.7%，其次為 100~200 萬元佔 30.2% 次之。顯見本研究樣本受訪者多為散戶結構。

2. 本研究架構上，受訪股市投資人在其風險承擔變項中，以風險規避之平均數為高，顯示受訪之股市投資人風

險承擔態度為風險規避之傾向最大。在股市投資決策因素方面，投資動機變項中，以迅速獲利構面為最高，顯示股市投資人投資股市之主要動機為能快速的獲取利潤，累積財富。在資訊來源構面方面，主要以技術經驗面為主，次重視親友告知的消息及專業投顧分析師的意見。在成本評估構面中，以資金成本的考量為重，但其中問卷題項中平均數為最低的二項，確屬於資金成本的構面，題項分別為，1.「不考慮以融資交易，因為需多花費利息成本」，顯見投資人在操作股票上，其資金的運用多屬積極面；2.「若買進股票後，至少必須高於成本，才會考慮賣出」，顯見當股市行情變化時，投資人的交易決策會設立停損點。

- 3.男女性別不同在風險承擔變數下的風險偏好與風險接受構面上皆達顯著差異，在投資動機之構面上僅自我實現與樂趣達到顯著差異，在資訊來源之構面上僅專業基本面達到顯著差異，其中以男性較女性為顯著。顯見男性投資人在股票交易投資上對風險承擔與投資決策因素較具明顯差異性。此外，研究結果也顯示，婚姻狀態、不同年齡、不同職業、不同教育程度以及不同家庭年收入等人口統計變項在風險承擔、投資動機、資訊來源之構面上皆未達顯著差異，僅不同年齡、職業對於成本評估構面下的資金成本有顯著差異。本研究進一步發現，投資人年齡不同尤其 65 歲以上之股市投資人較其他年齡層更重視資金成本。
- 4.風險承擔對投資動機變項中有顯著影響，在各構面間的關係，風險承擔之「風險規避」對投資動機變項中「穩定避險及保值」有顯著正向的影響，「風險接受」對投資動機變項中「自我實現樂趣」及「迅速獲利」有顯著正向的影響，「風險偏好」對投資動機變項中「自我實現樂趣」及「迅速獲利」有顯著正向的影響。
- 5.風險承擔在資訊來源變項中有顯著影響，在各構面間的關係，風險承擔之「風險規避」對資訊來源變項中「專業基本面」及「市場消息面」有顯著正向的影響，「風險接受」對資訊來源變項中「市場消息面」及「技術經驗面」有顯著正向的影響，至於「風險偏好」對資訊來源變項中個構面皆未有顯著的影響。顯見股市投資人為風險規避或風險接受時，特別重視資訊來源以避免承擔較高及不確定之風險。
- 6.風險承擔在成本評估變項中未有顯著影響，各構面間的關係僅風險承擔變數下的風險規避構面與成本評估變數下的資金成本構面呈正相關且具顯著影響。

二、建議

(一) 針對證券業者之建議；

A：研究實證結果發現，股市投資人風險承擔態度屬風險規避與風險接受者，其投資股市十分重視資訊來源，尤其是面對市場消息面時，其相當重視資訊提供者的身分，因此建議：證券商基於保護客戶之市場責任，應可建立市場消息面的篩選機制，以協助股市投資人減少誤判的機率。

B：藉由樣本結構分析，發現受訪者多為散戶結構，證券商宜協助客戶累積財富，選擇最適股票標的，因此建議：各證券商應詳細了解投資人風險類型，此可參考金管會對於銀行業於民國九十四年七月二十一日發佈金管銀(五)字第 0945000509 號令；比照銀行體系對客戶之投資屬性、風險瞭解及風險承受度，實施投資能力評估以充分瞭解客戶，方能提供最適當的股票商品。另針對 65 歲以上投資人，本研究建議：

證券商應設立專門櫃檯給予最適建議。面對人口高齡化趨勢，證券商社會責任與服務層面更該多元化。

(二) 針對股市投資人之建議；

A：不同的風險承擔採行不同投資策略：a.股市投資人的風險承擔態度屬風險規避型，其投資動機以穩定避險及保值為方向，因此建議：該類投資人買賣股票應以 ETF、殖利率高、固定配息或套利交易等作為選擇股票的選項。但股市投資人的風險承擔態度屬風險接受與風險偏好型，其投資動機是以自我實現樂趣、迅速獲利為主要選項，則本研究建議：採以單一產業或單一股票為投資方向。b 對於風險承擔為風險偏好之投資人，因其對於資訊來源、成本評估皆不具有顯著的影響，因此給予此建議該等投資人，宜以避險模式來因應之，例如透過期貨或選擇權或以買賣證券商發行的認購權證或認售權證，以更少的資金創造：風險有限、獲利無限的機會。c.至於風險承擔為風險規避或風險接受之投資人，因其對於資訊來源甚為重視，故建議：多運用證券商投顧研究部門，以確認資訊的正確與實用。

B：就成本評估變數上發現：投資人對於買賣股票相當重視成本效益，能接受融資融券的積極交易模式以運用資金，因此建議：股市投資人愈是具靈活的操作模式愈要有停損觀念。但 65 歲以上投資人多已退休，故建議資金運用更趨保守，對股票投資僅建議 10%的資金分配，並且以 ETF 或殖利率高的股票為買賣標的。

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。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. 宋明哲 (2001, 11)。現代風險管理。台北:五南圖書公司。
6. 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。
7. 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。
8. 吳秉恩 (1993)。組織行為學。華泰出版，台北市。初版，25-37 頁。江君毅(2002)。
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. 商業週刊 (2010,12)。忙碌者的投資聖經，第 1204 期，頁 138-146。
11. 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。..
12. 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。
13. 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。
14. 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。
15. 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。

二、英文部份

- 1.Green, P .E. and A. Maheshwari (1969), "Common stock perception and preference: An application of multidimensional scaling," Journal of Business , Vol. 42, 439-457.
- 2.Litwin, G. H., and Stringer, R. A.,(1968). Motivation and Organization Climate,Boston : Harvard University.
- 3.Robbins, S.P., (1991).Organization theory: Structure, Design, and Application. Englewood cliffs ,New Jersey:Printice-Hall.
- 4.Olsen, R. A.,(1998). Behavioral Finance and its Implications Stock-price for Volatility . Financial Analysis Journal, Vol.54,No.2, 10-18.
- 5.Farley, D.E., (2000), Achieving a Balance between Risk and Return ,Healthcare Financial Management, Vol.54, No. 6,54-58.
- 6.Slovic, P., (1972). Assessment of Risk-taking Behavior, Psychological Bulletin, Vol.61, 220-233.
- 7.Radcliffe, R. C., (1990). Investment : Concepts, Analysis and Strategy. 3rd,Scott-Foresman , Home-wood.
- 8.Statman, M. (1999) .Behavioral Finance : Past Battles and Future Engagements,Journal of Financial Analysts, November/December, 18-27.
- 9.Kahneman, D., & Tversky , A.,(1979).Prospect Theory; An Analysis of Decision under Risk, Econometrica , Vol.47, 263-291.

10. 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
- 11.DeBondt, W. F.,and 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.
12. Nagy, R. A. and R. W. Obenberger (1994), “Factors influencing individual investor behavior,” Financial Analysts Journal, Vol. 50(4), 63-68.
13. Kotler, P., (1998). Marketing Management: Analysis, Planning, Implementation and Control (9th ed.). Prentice Hall Inc.
14. Fama, E.F.,(1981). Stock Returns, Real Activity, Inflation, and Money.American Economic Review ,Vol.71 ,No. 4, 545–565.
15. 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.
16. 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.
17. Thaler, R. H. (1980). Toward a Positive Theory of Consumer choice, Journal of Economic Behavior and Organization, Vol.1 , 39-60.