

基金經理人交易行為及其影響因素之研析

Trading Behaviors and Influential Factors of Mutual Fund Managers

林美珍¹ Mei-Chen Lin
國立台北大學企業管理學系

馬麗菁² Li-Ching Ma
國立聯合大學資訊管理學系

¹Department of Business and Administration, National Taipei University and

²Department of Information Management, National United University

(Received February 26, 2010; Final Version August 5, 2010)

摘要：本研究的主要目的在於分析國內股票型基金經理人的基金投資行為，希望藉由探討國內基金投資人實現利得比例與實現損失比例的差異，與其未來三、六與十二個月的報酬率相比較，觀察國內基金經理人是否存在處分效果，並分析實現利得比例與實現損失比例的差異是否有季節效應以及影響基金經理人投資行為的因素。研究發現台灣共同基金經理人於賠錢股票中實現損失之比率比賺錢股票中實現利得之比率高出 4.73%，此與處分效果認為投資人輕易出售賺錢股票的看法有異；實現利得或損失的行為會因為季節而有所差異，共同基金經理人於十二月有較高實現利得與損失的傾向，且其實現利得與實現損失之決策與個股過去之報酬表現和價格區間有關。資料探勘之決策樹分析發現影響基金經理人買賣決策之前三大關鍵影響因素為其持有股票之當季報酬率變異數與負債權益比，以及該基金本身之當季週轉率，此顯示持股風險與交易成本為台灣基金經理人於進行買賣決策時之重要參考因素。

關鍵詞：處分效果、共同基金、資料探勘、決策樹

Abstract: This paper examines the trading behaviors of mutual fund managers and their associated determinants by focusing on the disposition effect, the tendency to hold losing trades longer than winning ones. Fund managers are prone to realize gains of the non-top-performing stocks, and prefer

本文之通訊作者為林美珍，e-mail: meclin@mail.ntpu.edu.tw

感謝詹凱森、謝政宏、林漢威、宋仕鋒協助整理本研究所需資料。

to realize losses of the worst-performing stocks. The proportion of gains realized (PGR) is 4.73% lower than the proportion of losses realized (PLR), which provides evidence against the disposition effect. The decisions to realize gains and losses are correlated with price and return intervals of stocks. With the application of data mining, the volatility of stock returns and the debt ratio of stocks, as well as the turnover ratio of mutual fund are the major factors for fund managers' investing decisions. This implies that the stock's risk level and the transaction costs play important roles in their decision-making.

Keywords: Disposition Effect, Mutual Fund, Data Mining, Decision Tree

1. 前言

處分效果最早由 Shefrin and Statman (1985) 提出，即投資人存在賣出賺錢股票太快而持有賠錢股票太久的現象 (selling winners too early and riding losers too long)，而 Kahneman and Tversky (1979) 的展望理論則常被用來解釋此一現象。在展望理論之下，效用決定於利得和損失而非財富水準，效用函數在賠錢時呈現凸向 (convex)，投資人較願意承受風險，具有風險承擔的傾向 (risk seeking)；而在賺錢時呈現凹向 (concave)，投資人較不願意承受風險，具有風險趨避的傾向 (risk aversion)。而且效用函數在賠錢時比賺錢時更加陡峭，也就是說，投資人在賠錢時會顯示出風險偏好的態度，故會繼續持有虧損的股票，以期待股價的上漲；但是在賺錢時變成風險趨避者，故容易出售有獲利的股票。除了展望理論外，討厭後悔也是造成處分效果的原因。由於討厭後悔、承認失敗的感覺，一般投資人較不願意實現損失，而寧願繼續持有賠錢的股票；然而另一方面賺錢讓一般投資人感到驕傲與快樂，為了獲得驕傲與快樂使他們快速的售出賺錢的股票，處分效果亦因此形成。

自 Shefrin and Statman (1985) 以後，投資人是否具有處分效果即被廣為討論，相關文獻包括 Chui (2001), Cici (2005), Douglas and Diltz (2004), Frazzini (2006), Ferris *et al.* (1988), Frino *et al.* (2004), Garvey and Murphy (2004), Odean (1998), Weber and Camerer (1998) 等。許多文獻支持投資人會賣出賺錢的股票太快而持有賠錢的股票太久，例如 Lakonishok and Smidt (1986) 和 Ferris *et al.* (1988) 認為股價與交易量會因為處分效果而產生同向變動的關係，即賺錢股票後續之成交量明顯高於賠錢股票；Odean (1998) 發現美國大型經紀商之散戶投資人會太快賣出賺錢股票、但過慢賣出賠錢股票。鑑於過去關於處分效果之研究，皆對所有投資人資料進行加總 (Odean, 1998; Shapira and Venezia, 2001; Weber and Camerer, 1998)，Dhar and Zhu (2006) 則試著區分投資人之間處分效果之差異，並瞭解此差異是否與投資人之特性有關，發現投資人對於金融市場之