

行政院國家科學委員會專題研究計畫 成果報告

個人投資者投資組合特性、行為及認賠出場因素之研究

計畫類別：個別型計畫

計畫編號：NSC91-2416-H-002-030-

執行期間：91 年 08 月 01 日至 92 年 07 月 31 日

執行單位：國立臺灣大學財務金融學系暨研究所

計畫主持人：邱顯比

共同主持人：許培基，陳軒基，葉銀華

計畫參與人員：黃瓊萱

報告類型：精簡報告

處理方式：本計畫可公開查詢

中 華 民 國 93 年 2 月 10 日

行政院國家科學委員會專題研究計畫成果報告

個人投資者投資組合特性、行為及認賠出場因素之研究

The Characteristics and Behavior of Individual Investors' Portfolio,
and What Make Them Sell Losers

計畫編號：NSC 91-2416-H-002-030-

執行期限：2002/08/01 2003/07/31

計畫主持人：邱顯比 教授 國立台灣大學財務金融學系暨研究所

共同主持人：許培基 副教授 輔仁大學企業管理學系

葉銀華 教授 輔仁大學國際貿易與金融學系

陳軒基 副教授 元智大學財務金融學系

中文摘要

本研究利用由國內某知名基金公司所提供 13,370 名基金投資人，1996 年至 2000 年共 171,526 筆交易資料，探討影響投資人賣出有投資損失的基金之因素。

主要結果如下：

1. 本月實現獲利（損失）的比例與上月之實現獲利（損失）成顯著負相關，顯示投資人可能有一目標比例。
2. 當股市週轉率高（市場熱絡）時，投資人較不會有急售利得，惜售損失的現象。
3. 多頭市場時，加權指數報酬越高，投資人越不會惜售損失。此外，當融資數增加時（市場氣氛樂觀），投資人急售利得的現象亦增加。
4. 空頭市場時，融券增加時（市場悲觀），投資人會急售利得落袋為安，但另一方面卻不願認賠出場。當景氣燈號趨熱時（黃紅燈），投資人之惜售利得與損失皆顯著縮小。
5. 各因素對男性與女性投資人之影響方向大致相同，但女性更為敏感。
6. 國內股市狀況與前景預期亦影響投資人投資國外基金之錯置行為。

關鍵詞：共同基金、投資人、錯置效果、賣出輸家

英文摘要

A database of 13,370 mutual fund investors with 171,526 transaction records from 1996 to 2000 is utilized to investigate factors contributing to investors' decision to sell losers. Major findings are as follows:

1. The proportion of loss (gain) realized this month is negatively correlated to the proportion last month, indicating that investors may have target ratios of loss (gain) realizations.
2. Investors are less disposed when the stock market turnover ratio is high.
3. In the bull market, investors are more willing to sell losers when the market price goes up. In addition, sell of winners increases when margin trading increases.
4. In the bear market, investors realized winners more when short-selling increases. However, they are not willing to sell losers. When the economy recovers, investors become less disposed.
5. Females are more sensitive to economic conditions than their male counterparts.
6. The domestic economic conditions will also influence investors' selling decisions of international funds.

Keywords: Mutual Fund, Investors, Disposition, Sell Losers

一、前言

散戶交易一直是台灣股票市場的主流，Chow and Tso (2000) 研究顯示，台灣交易市場機制中沒有設定的市場創造者，但是市場的流通性卻高於美國 10 倍，散戶或是個人投資者為提供流通性主要的來源。台灣地區自然人投資的比重雖有逐年下降的趨勢，從民國 77 年的 97.8% 下降至 89 年 11 月的 83.7%，但是其組成仍然遠高於美國。

二、研究目的

在過去關於投資人「Sell winners too fast, ride losers too long」的一系列研究中，並未真正深入探討什麼因素、時點或市場狀況讓投資人下定決心賣出賠錢的投資。邏輯上，一個投資人不可能永遠不賣賠錢的股票，否則它的投資組合將有愈來愈多賠錢的股票，再也沒有資金去買新的股票。在股票周轉率低，且投資損失可以抵稅的國家，12 月是一個很自然的清倉時點。台灣因無證所稅，且股市周轉率常在 300% 以上，一般投資人在一年內清倉好幾次，因此出現一個有趣的問題：是什麼因素或市場狀況讓投資人克服心理上不願承認損失的障礙，去做認賠出場的動作？我們將研究一個投資人在損失到什麼地步或面臨新的市場資訊、投資機會時，會賣出賠錢的股票以換取現金；此外，是不是某些特殊的市場狀況會讓大多數投資人不約而同的執行認賠出場的動作？

三、文獻探討

Shefrin and Statman (1985) 首先提出投資者會傾向持有損失的投資，而對於獲利的投資反而太早出售，他們稱這種現象為 disposition 效果。Odean (1998) 從折價經紀商取得 10000 筆資料驗證出投資果然有惜售損失但急售利得的現象。投資者對於投資損失與獲利反應不對稱的行為，可能有以下幾點理由：

1. Prospect 效用函數：Kahneman and Tversky (1979) 提出 prospect 理論，說明人們面臨獲利與損失時的效用曲線有顯著的差異：獲利時的效用曲線為 concave，損失時效用曲線為 convex，且 convex 的斜率比 concave 的

斜率陡。

2. 迴歸平均數的預期
3. 稅賦
4. 投資者握有內部資訊：Lakonishok and Smidt (1986)指出，如果投資者是基於資訊購入股票，則有可能對於價格上漲的股票認為資訊已經充分反應，應此出售持股；但是對於價格下跌的股票會認為資訊尚未完全反應於股價，因此惜售。
5. 交易成本的差異：由於低價股的交易成本較高，而損失的投資多為低價股，因此投資者不願意出售損失的投資。

有關於投資者不願意認賠的錯置效果，研究應用的涵蓋層面很廣泛，例如個人股票的投資（Odean, 1998；Grinblatt and Keloharju, 2000），公司股票選擇權（Heath, Huddart, and Lang, 1999），房地產投資（Genesove and Mayer, 1999），以及期貨投資（Locke and Mann, 1999）。

在台灣個人投資人行為方面，Chiu et. al.（2003, 2002a, 2002b）除了證實台灣投資人也存在過度自信與處置效果外，還發現農曆春節前後之大掃除傳統可能扮演重要的自我控制機制，減輕了投資人的惜售損失行為；此外，在週轉率與報酬率的關係方面，發現台灣資料呈 U 型，與國外單調負相關不同，推測原因可能是台灣存在一群高財富、資訊充足、高週轉率的個人投資人所致。

針對共同基金的投資方面，Goetzmann and Peles (1997)以及 Capon, Fitzsimon and Prince (1996)皆指出，投資人會過度依賴過去績效，特別是，基金廣告與宣傳會加深投資人選擇的行為。Sirri and Tufano (1998) 探討權益型共同基金投資人的購買行為發現，投資人是根據基金過去的績效來決定其申購與贖回的行為，但是對於績效的回應是不對稱的：對於績效佳的績效申購的金額遠大於績效差時贖回的金額。Goetzmann and Massa (2000)研究發現，權益型共同基金流量與貨幣市場基金流量以及貴重金屬流量負相關，顯示投資者是基於投資組合調整以及對於風險溢酬的認知而決定是否投資權益型基金。

Barber, Odean, and Zheng (2000)從券商收集到個人投資共同基金的細部資料發現，投資者買入基金時會追逐過去績效佳的基金，符合 Tversky and Kahneman (1974)的代表性啟發假說(representativeness heuristic)，亦即投資者相信基金近期績效會於未來持續出現；但是投資者出售基金時的行為則有惜售損

失，急售利得的不對稱現象（disposition effect），例如有 40% 出售發生於過去績效最佳第一十分位的基金，但是對於過去績效最差十分位基金的出售比率則低於 15%。

四、研究方法

（一）樣本

本研究樣本來自國內某一知名投信公司，共有 13,370 名投資人 1996 年至 2000 年共 171,526 筆資料。單筆購買平均購買金額為 290,070 元，但中位數為 61,523 元，很明顯少數大戶拉高了平均金額。定期定額每筆平均金額為 6,259 元，中位數 5,000 元，兩者相當接近，推測應是定期定額多為小投資人的緣故。贖回金額平均 373,700 元，比單筆投資金額更高，且亦存在大戶拉高平均值的現象。（見表一）

（二）研究步驟

1. 計算 PGR 與 PLR

$$PGR = \text{realized gains} / (\text{realized gains} + \text{paper gains})$$

$$PLR = \text{realized losses} / (\text{realized losses} + \text{paper losses})$$

2. 以迴歸方法找出影響投資人實現獲利與實現損失的因素：

$$Y_t = \alpha + \beta_1 Y_{t-1} + \beta_2 Rm_t + \beta_3 M_t + \beta_4 S_t + \beta_5 TV_t + \beta_6 TO_t + \beta_7 D_{INS_t} + \beta_8 D_{YR_t} + \beta_9 D_{YB_t} + \beta_{10} D_{B_t} + \varepsilon_t$$

其中 Y_t 為 PGR 或 PLR 或(PGR-PLR)

$$Y_t = Y_t - Y_{t-1}$$

Rm_t ：台灣加權股價指數之月報酬率。

M_t ：融資購買股票之增量，代表投資人對前景樂觀。

S_t ：融券購買股票之增量，代表投資人對前景悲觀。

TV_t ：台股成交量。

TO_t ：台股週轉率。

D_{INS_t} ：Dummy Variable，如果法人為淨買超則為 1，淨賣超為 0。

D_{YR_t} ：景氣訊號黃紅燈為 1，其他為 0。

D_{YBt} ：景氣訊號黃藍燈為 1，其他為 0。

D_{Bt} ：景氣訊號藍燈為 1，其他為 0。

上式並依不同市場狀況（全期、多頭、空頭），申購型態（單筆申購、定期定額），性別（男性、女性）及基金投資地區（國內、國外），共有 27 條迴歸式，為節省篇幅，以下僅報告主要結果。

五、研究結果與討論

- (一) 本月實現獲利（損失）的比例與上月之實現獲利（損失）成顯著負相關，表現投資人可能有一目標比例。
- (二) 當股市週轉率高（市場熱絡）時，投資人較不會有急售利得，惜售損失的現象。（見表二）
- (三) 多頭市場時，加權指數報酬越高，投資人越不會惜售損失。這可能因為股價上漲使其損失減少，故出售損失之痛苦減少。此外，當融資數增加時（市場氣氛樂觀），投資人急售利得的現象亦增加。（見表三）
- (四) 空頭市場時，迴歸式之 Adjusted R^2 高達 0.5 以上。融券增加時（市場悲觀），投資人會急售利得落袋為安，但另一方面卻不願認賠出場。當股市成交量放大時，投資人出售利得與損失之幅度皆顯著縮小。當景氣燈號趨熱時（黃紅燈），投資人之惜售利得與損失皆顯著縮小。（見表四）
- (五) 各因素對男性與女性投資人之影響方向大致相同，但女性更為敏感。（見表五、表六）
- (六) 國內股市狀況與前景預期亦影響投資人投資國外基金之錯置行為。（見表七）

參考文獻

(一) 中文部分

1. 邱顯比、林清珮，“共同基金分類與基金績效持續性之研究”，中國財務學刊，第七卷第二期，pp.63-88，民國八十八年。
2. 周賓凰、池祥萱、周冠男、龔怡霖，“行為財務學：文獻回顧與展望”，國立中央大學財務金融系進行中之論文，民國九十年。

(二) 英文部分

1. Barber B. M. and T. Odean, 2000, "Trading is hazardous to your wealth" The common stock investment performance of individual investors", *Journal of Finance* 55, 773-806
2. Barber B., and T. Odean, 1999, "Boys will be boys: gender, overconfidence and common stock investment", *Quarterly Journal of Economics* 116, 261-292
3. Barber B.M., T. Odean, and L. Zheng, 2000, "The behavior of mutual fund investors", working paper
4. Carhart, M. M. 1997, "On persistence in mutual fund performance", *Journal of Finance* 52, 57-82
5. Chiu, S. B., H. C. Chen, Y. H. Yeh, and P. G. Shu, "Does Yearend Sweep Ameliorate the Disposition Effect ? ", *Review of Quantitative Finance and Accounting*.
6. Chow, E. H. and I. Tso, 2000, "Liquidity providers on an electronic order-driven market", working paper
7. Daniel K. D., Hirshleifer and A. Subrahmanyam, 1998, "A theory of over-confidence, self-attribution and security market over and under reactions" working paper, UCLA
8. Edelen, R. M. 1997, "Investor flows and the assessed performance of open-end mutual funds", *Journal of Financial Economics* 53, 439-466
9. Grinblatt M. and M. Keloharju, 1998, "The investment behavior and performances of various investor-types: A study of Finland's unique data set", *Journal of Financial Economics*,
10. Grinblatt M. and M. Keloharju, 2000, "What makes investors trade?", *Journal of Finance*, forthcoming
11. Grossman, S. J. and J. E. Stiglitz, 1980, "On the impossibility of informationally efficient markets", *American Economic Review* 76, 393-408
12. Kahneman, D. and A. Tversky, 1979, "Prospect theory: An analysis of decision under risk", *Econometrica* 46, 171-185
13. Odean, T. 1998, "Are investors reluctant to realize their losses?" *Journal of Finance* 53, 1775-1798
14. Odean, T., 1998, "Volume, volatility, price and profit when all traders are above average", *Journal of Finance* 53, 1887-1934
15. Shefrin, H., and M. Statman, 1985, "The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence", *Journal of Finance* 40, 777-790

16. Shu, P. G., S. B. Chiu, H. C. Chen, and Y. H. Yeh, “Does Trading Improve Individual Investor Performance ? ”, Review of Quantitative Finance and Accounting, Forthcoming.
17. Shu, P. G., Y. H. Yeh, S. B. Chiu, and H. C. Chen, “Are Taiwanese Individual Investors Reluctant to Realize Their Losses ? ”, Pacific-Basin Finance Journal.
18. Sirri, E. R., and P. Tufano, “Costly search and mutual fund flows, Journal of Finance 53, 1589-1622
19. Tversky, A., and K. Daniel, 1986, Rational Choice and the framing of decisions”, Journal of Business, 251-278

附表

表一：基金交易金額之敘述型統計

	平均值	25 分位數	中位數	75 分位數	標準差	樣本數
<u>Panel A : One-shot Purchase</u>						
交易金額	290,070	20,000	61,523	262,805	1,400,314	25,482
單位	21,734	1,112	5,000	14,612	122,877	25,482
手續費	1,428	14	300	1,200	3,709	25,482
<u>Panel B : Monthly-installment Purchase</u>						
交易金額	6,259	3,000	5,000	10,000	4,683	123,262
單位	384	193	284	462	330	123,262
手續費	72	45	60	90	52	123,262
<u>Panel C : Redemption</u>						
交易金額	373,700	43,903	107,615	269,000	1,815,411	22,782
單位	25,404	2,935	6,869	18,051	165,189	22,782
手續費	0	0	0	0	0	22,782

表二：影響錯置效果之因素（全樣本）

自變數	迴歸係數		P 值	迴歸係數		P 值	迴歸係數		P 值
	Panel A : Y_t is	PGR_t		Panel B : Y_t is	PLR_t		Panel C : Y_t is	$PGR_t - PLR_t$	
Intercept _t	0.049505	0.1169		-0.119481	0.1138		0.166304	0.0513	
Y_{t-1}	-0.363533	0.002***		-0.276961	0.0217***		-0.332006	0.0056***	
Market return _t (%)	-0.001422	0.2818		-0.003398	0.297		0.002059	0.5767	
Margin _t (%)	0.000905	0.2035		-0.002561	0.1564		0.003327	0.1012	
Short _t (%)	6.95E-05	0.7815		5.63E-05	0.9286		3.13E-05	0.9646	
Trading volume _t (millions)	1.07E-07	0.5812		5.28E-08	0.9134		6.80E-08	0.9008	
Avg. Turnover _t (%)	-0.066634	0.0204***		0.108337	0.1104		-0.175502	0.0239***	
Dummy _t institution	-0.010406	0.4672		-0.00466	0.8963		-0.00522	0.8966	
Dummy _t yellowred	0.051725	0.3191		-0.040051	0.7582		0.095924	0.5119	
Dummy _t yellowblue	-0.00064	0.9671		0.024234	0.5428		-0.020577	0.6427	
Dummy _t blue	0.004516	0.834		0.040928	0.4558		-0.030934	0.6128	
R-squared	0.272494			0.242293			0.23915		
Adjusted R-squared	0.098526			0.061102			0.057207		

* 0.1 顯著水準； ** 0.05 顯著水準； *** 0.0025 顯著水準

表三：影響錯置效果之因素（多頭）

自變數	迴歸係數	P 值	迴歸係數	P 值	迴歸係數	P 值
	Panel A : Y_t is PGR_t		Panel B : Y_t is PLR_t		Panel C : Y_t is $PGR_t - PLR_t$	
Intercept _t	0.033784	0.5578	-0.12232	0.2992	0.161401	0.2392
Y_{t-1}	-0.11594	0.4943	-0.452822	0.0041***	-0.336892	0.0406**
Market return _t (%)	-0.00583	0.0921*	-0.015396	0.0391**	0.00811	0.3481
Margin _t (%)	0.002426	0.034**	0.001504	0.551	0.00175	0.5404
Short _t (%)	0.000634	0.157	0.001009	0.27	-4.04E-04	0.7046
Trading volume _t (millions)	3.75E-07	0.2375	7.13E-07	0.274	-3.38E-07	0.6557
Avg. Turnover _t (%)	-5.63E-02	0.141	1.11E-01	0.1538	-0.16882	0.0648*
Dummy _t institution	-0.019244	0.414	-0.015873	0.741	0.001536	0.978
Dummy _t yellowblue	0.006444	0.8127	-0.017452	0.7508	0.002596	0.9666
Dummy _t blue	0.049743	0.2633	0.141521	0.1211	-0.092062	0.3857
R-squared	0.317047		0.419654		0.321929	
Adjusted R-squared	-0.062372		0.09724		-0.054776	

* 0.1 顯著水準； ** 0.05 顯著水準； *** 0.0025 顯著水準

表四：影響錯置效果之因素（空頭）

自變數	迴歸係數		P 值	迴歸係數		P 值	迴歸係數		P 值
	Panel A :	Y_{t-1}	PGR_t	Panel B :	Y_{t-1}	PLR_t	Panel C :	Y_{t-1}	$PGR_t - PLR_t$
Intercept _t	0.047664		0.1449	0.04797		0.365	0.026317		0.5975
Y_{t-1}	-0.531692		0.0008***	-0.280416		0.0483**	-1.223819		0***
Market return _t (%)	-0.002162		0.2028	-0.004011		0.1998	0.000377		0.8976
Margin _t (%)	-0.000572		0.5822	0.002114		0.2637	-0.000982		0.5677
Short _t (%)	0.000941		0.0143***	-0.001152		0.0313**	0.001327		0.0256**
Trading volume _t (millions)	-1.35E-06		0.0094***	-3.20E-06		0***	-1.67E-07		0.8201
Avg. Turnover _t (%)	0.098473		0.1226	3.71E-01		0.0001***	-0.031487		0.7533
Dummy _t institution	-0.006782		0.6721	-0.033344		0.2411	0.00896		0.743
Dummy _t yellowred	-0.197533		0***	-0.278774		0.0007***	-0.06482		0.4357
Dummy _t yellowblue	-0.010057		0.5245	-0.004182		0.8814	0.025124		0.3169
Dummy _t blue	-0.062276		0.0097***	-0.062457		0.1283	-0.035719		0.3388
R-squared	0.758115			0.806061			0.79744		
Adjusted R-squared	0.472251			0.627039			0.55805		

* 0.1 顯著水準； ** 0.05 顯著水準； *** 0.0025 顯著水準

表五：影響錯置效果之因素（男性）

自變數	迴歸係數		P 值	迴歸係數		P 值	迴歸係數		P 值
	Panel A : Y_t is	PGR_t		Panel B : Y_t is	PLR_t		Panel C : Y_t is	$PGR_t - PLR_t$	
Intercept _t	0.052763	0.1374		-0.094066	0.3252		0.15769	0.1546	
Y_{t-1}	-0.342865	0.0046***		-0.39032	0.0012***		-0.448069	0.0002***	
Market return _t (%)	-0.000464	0.761		-0.003963	0.3468		0.004365	0.3749	
Margin _t (%)	0.00052	0.5317		-0.002637	0.2797		0.002498	0.3781	
Short _t (%)	1.03E-04	0.7161		-0.000167	0.8332		0.000245	0.7885	
Trading volume _t (millions)	1.26E-07	0.5637		-1.43E-07	0.8163		2.92E-07	0.679	
Avg. Turnover _t (%)	-0.069698	0.0296**		0.105928	0.2182		-0.18972	0.0586*	
Dummy _t institution	-0.015916	0.3231		-0.006324	0.8889		-0.011586	0.824	
Dummy _t yellowred	0.013691	0.8145		0.037407	0.8201		-0.015681	0.9339	
Dummy _t yellowblue	0.003306	0.8496		0.047207	0.3502		-0.038236	0.507	
Dummy _t blue	-0.012247	0.614		-0.022541	0.7471		0.016031	0.8399	
R-squared	0.210521			0.312229			0.315436		
Adjusted R-squared	0.021732			0.147763			0.151736		

* 0.1 顯著水準； ** 0.05 顯著水準； *** 0.0025 顯著水準

表六：影響錯置效果之因素（女性）

自變數	迴歸係數		P 值	迴歸係數		P 值	迴歸係數		P 值
	Panel A : Y_{t-1} is	PGR_t		Panel B : Y_{t-1} is	PLR_t		Panel C : Y_{t-1} is	$PGR_t - PLR_t$	
Intercept _t	0.039606	0.3463		-0.266791	0.0208		0.236073	0.0441	
Y_{t-1}	-0.510334	0***		-0.343001	0.0032***		-0.047482	0.7109	
Market return _t (%)	-0.003292	0.065*		-0.007403	0.1443		0.002957	0.5595	
Margin _t (%)	0.002505	0.0129***		-0.00091	0.7819		0.001466	0.6514	
Short _t (%)	1.21E-04	0.7233		1.20E-03	0.238		-9.88E-04	0.3261	
Trading volume _t (millions)	2.70E-07	0.3141		8.14E-07	0.2932		-3.68E-08	0.9628	
Avg. Turnover _t (%)	-0.078705	0.0365**		0.118112	0.2647		-0.178072	0.0817*	
Dummy _t institution	-0.009758	0.6146		0.063616	0.2502		-0.102568	0.0649*	
Dummy _t yellowred	0.109101	0.1205		-0.171697	0.392		0.228015	0.2397	
Dummy _t yellowblue	-0.009473	0.6539		-4.36E-05	0.9994		0.002873	0.9622	
Dummy _t blue	0.031225	0.2852		0.097251	0.2642		-0.008059	0.9216	
R-squared	0.378201			0.255898			0.132671		
Adjusted R-squared	0.226206			0.065546			-0.094487		

* 0.1 顯著水準； ** 0.05 顯著水準； *** 0.0025 顯著水準

表七：影響錯置效果之因素（投資國外基金）

自變數	迴歸係數		P 值	迴歸係數		P 值	迴歸係數		P 值
	Panel A : Y_t is	PGR_t		Panel B : Y_t is	PLR_t		Panel C : Y_t is	$PGR_t - PLR_t$	
Intercept _t	0.079213	0.0897		-0.079471	0.6745		0.020202	0.913	
Y_{t-1}	-0.360969	0.0024***		-0.120236	0.3579		0.231413	0.2058	
Market return _t (%)	-0.000574	0.7706		-0.009477	0.1913		0.006951	0.3724	
Margin _t (%)	0.000354	0.7402		0.001941	0.6864		-0.008698	0.0912*	
Short _t (%)	-0.00052	0.1624		-5.57E-05	0.969		0.002417	0.077*	
Trading volume _t (millions)	3.27E-07	0.2648		6.50E-08	0.9597		-3.51E-07	0.8107	
Avg. Turnover _t (%)	-0.115028	0.0066***		0.086846	0.5568		0.107624	0.5433	
Dummy _t institution	-0.023361	0.2712		-0.087011	0.2946		-0.097362	0.2485	
Dummy _t yellowred	-0.183041	0.017***		0.028964	0.9202		-0.370835	0.2364	
Dummy _t yellowblue	-0.008815	0.7029		0.03466	0.6969		-0.004984	0.9544	
Dummy _t blue	0.024316	0.446		0.236856	0.0646*		-0.002365	0.9854	
R-squared	0.304542			0.179504			0.148869		
Adjusted R-squared	0.134541			-0.058008			-0.126497		

* 0.1 顯著水準； ** 0.05 顯著水準； *** 0.0025 顯著水準

六、 研究成果自評

本計劃原打算分兩年進行，第一年研究促使投資人願意認賠殺出之因素，第二年研究個人投資人追漲殺跌行為。但因國科會只核准一年計劃因此只進行原規劃第一年的部分。

研究結果相當有趣，我們發現經濟情勢，特別是股市狀況，會影響投資人實現損失（利得）的行為。這些證據可支持即使是投資人受心理面影響的行為，亦受理性預期的影響。本計劃之研究結果將投稿學術期刊。