

台灣股票市場法人與散戶價量動態關係之研究

廖鴻軒、陳玉芬、林福來

E-mail: 344758@mail.dyu.edu.tw

摘要

本研究以台灣兩大證券市場為例，除探討、比較兩市場之價量關係外，亦進一步探討由兩大市場參與者(法人與散戶)構成之市場交易量、買賣行為與整體市場報酬率之互動關係，最後再針對法人及散戶對不同市值族群之股票的交易偏好與特性進行探討。主要實證結果如下：在兩市場之價量關係上，本研究有以下幾點之發現：第一，兩市場均呈現價先量行之關係。第二，在交易行為解釋上，較適合用DeLong等(1990)提出的「雜訊交易模型」中之「正向回饋交易策略」來解釋整體台灣股市之價量關係。第三，不論在集中市場或店頭市場中，報酬率在面對來自週轉率及法人買賣超衝擊時，在短期會呈現出不同的反應。在法人與散戶交易行為之價量關係上，本研究有以下幾點之發現：第一，報酬率較具有預測散戶交易行為之能力。此外，報酬率對散戶交易行為之衝擊，比面對法人交易行為時來的大。此結果也符合本研究假說一之預測結果。第二，法人交易行為較具有預測報酬率之能力。此外，散戶交易行為在店頭市場完全沒有主導地位。此結果恰與本研究假說二之預測結果相反。第三，法人或散戶之交易行為對於彼此皆具有預測能力。此外，在集中市場中法人交易行為有著強烈之自我相關性，在店頭市場中散戶交易行為有著強烈之自我相關性。此結果也符合本研究假說三之預測結果。最後，在不同市值族群之因果檢定上，就報酬率與法人交易行為的關係而言，報酬率與法人交易行為的關係在不同市值族群是存在差異的，值得注意的是，法人的交易行為在店頭市場都不會Granger影響市場報酬率。另外，就報酬率與散戶交易行為的關係而言，散戶的交易行為是否會Granger影響報酬率，則端視市值大小而定。

關鍵詞：價量關係、投資人交易行為、因果關係、衝擊反應函數

目錄

中文摘要	ii	英文摘要	ii
iv 誌謝	vi	目錄	vii
目錄	viii	表目錄	viii
ix 第一章 緒論	1	第一節 研究背景與動機	1
1 第二節 研究目的	3	第二章 文獻探討與研究假說	3
4 第一節 價量關係	4	第二節 投資人交易行為與市場報酬率之互動關係	7
7 第三節 研究假說	9	第三章 資料來源與研究方法	11
11 第一節 資料來源與變數說明	11	12 第四章 實證結果	12
18 第二節 研究方法	18	18 第一節 基本統計量結果	18
20 第二節 報酬率、週轉率與法人買賣超之互動關係	20	26 第三節 報酬率、法人與散戶交易行為之互動關係	26
35 第四節 不同市值族群之因果關係檢定	35	42 第五章 結論	42
42 第一節 研究結論	42	44 第二節 與過去相關文獻比較	44
45 參考文獻	45		

參考文獻

- 一、中文部分 1.姚蕙芸與聶建中(2003)，「空頭走勢期間台灣股票市場成交量與股價之關聯性研究」，臺北商技學報，4, 2-25。 2.徐清俊與陳盈君(2003)，「報酬率與成交量之因果關係 - 台灣店頭市場實證研究」，明志學報 35, 41-47。 3.張哲章(1998)，「融資融券餘額、成交量與股價指數之關聯性研究」，證券金融季刊 56, 67-94。 4.張嘉宏(1994)，台灣股票市場加權股價指數與融資餘額、融券餘額關係之研究，東海大學企業管理研究所碩士論文。 5.莊家彰與管中閔(2005)，「台灣與美國股市價量關係的分量迴歸分析」，經濟論文，33, 379-404。 6.許溪南、郭玟秀與鄭乃誠(2005)，「投資人情緒與股價報酬波動之互動關係:台灣股市之實證」，台灣金融財務季刊 6, 107-121。 7.陳文玲(2008)，台灣股價指數、融資券餘額與三大法人操作互動性分析，台灣大學經濟學系研究所碩士論文。 8.陳世平(2005)，台灣股市三大法人與一般投資人行為互動及其對股市影響之關聯性研究-多變量 VAR GJR-GARCH 模型之應用，台北大學合作經濟學系研究所碩士論文。 9.曾富敏(2005)，「以向量自我迴歸模式探討臺灣股價、成交量、融資融券與法人進出之關聯性」，真理財經學報 13,43-74。 二、英文部分 1.Badrinath, S. G., and S. Wahal(2002), "Momentum trading by institutions," The Journal of Finance, 57, 2449-2478. 2.Barber, B.M., and T. Odean(2002), "Online investor: do the slow die first?" Review of Financial Studies, 15, 455-487. 3.Barber,

B.M., and T. Odean (2008), "All that glitters: the effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors," *Review of Financial Studies*, 21, 785-818. 4. Brown, G. W., and M. T. Cliff (2004), "Investor sentiment and the near-term stock market," *Journal of Empirical Finance*, 11, 1-27. 5. Cai, F., and L. Zheng (2004), "Institutional trading and stock returns," *Finance Research Letters*, 1, 178-189. 6. Clark, P. K., (1973), "A subordinated stochastic process model with finite variance for speculative prices," *Journal of the Econometric Society*, 135-155. 7. Copeland, T. E., (1976), "A model of asset trading under the assumption of sequential information arrival," *The Journal of Finance*, 31, 1149-1168. 8. Daigler, R., and M. Wiley (1990), "The impact of trader type on the futures volatility – volume relation," *Journal of Finance*, 54, 2297-2316. 9. DeLong, J., and A. Shleifer. L. Summers, and B. Waldmann (1990), "Positive Feedback Investment Strategies and Destabilizing Rational Speculation," *Journal of Finance*, 45, 379-395. 10. Edelen, R. M., and J. B. Warner (2001), "Aggregate price effects of institutional trading: a study of mutual fund flow and market returns," *Journal of Financial Economics*, 59, 195-220. 11. Epps, T. W., and M. L. Epps (1976), "The stochastic dependence of security price changes and transaction volumes: Implications for the mixture-of-distributions hypothesis," *Journal of the Econometric Society*, 305-321. 12. Granger, C. W. J., (1969), "Investigating causal relations by econometric models and cross-spectral methods," *Journal of the Econometric Society*, 424-438. 13. Griffin, J. M., F. Nardari, and R. M. Stulz (2007), "Do investors trade more when stocks have performed well? Evidence from 46 countries," *Review of Financial Studies*, 20, 905. 14. Grinblatt, M., and M. Keloharju (2000), "The investment behavior and performance of various investor types: a study of Finland's unique data set," *Journal of Financial Economics*, 55, 43-67. 15. Grinblatt, M., and M. Keloharju (2001), "What makes investors trade?" *The Journal of Finance*, 56, 589-616. 16. Grinblatt, M., S. Titman, and R. Wermers (1995), "Momentum investment strategies, portfolio performance, and herding: A study of mutual fund behavior," *The American Economic Review*, 85, 1088-1105. 17. Gervais, S., R. Kaniel, and D. Mingelgrin (2001), "The high-volume return premium," *Journal of Finance*, 56, 877-919. 18. Karpoff, J. M., (1987), "The relation between price changes and trading volume: A survey," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 22, 109-126. 19. Lee, B. S., W. Li, and S. S. Wang (2010), "The dynamics of individual and institutional trading on the Shanghai Stock Exchange," *Pacific-Basin Finance Journal*, 18, 116-137. 20. Nofsinger, J. R., and R. W. Sias (1999), "Herding and feedback trading by institutional and individual investors," *The Journal of Finance*, 54, 2263-2295. 21. Pesaran, H. H., and Y. Shin (1998), "Generalized impulse response analysis in linear multivariate models," *Economics Letters*, 58, 17-29. 22. Said, S. E., and D. A. Dickey (1984), "Testing for unit roots in autoregressive-moving average models of unknown order," *Biometrika*, 71, 599. 23. Sias, R. W., and L. T. Starks (1997), "Return autocorrelation and institutional investors," *Journal of Financial Economics*, 46, 103-131. 24. Sias, R., (2004), "Institutional herding," *Review of Financial Studies*, 17, 165-206. 25. Sims, C. A., (1980), "Macroeconomics and Reality," *Econometrica*, 48, 1-48. 26. Tauchen, G., and M. Pitts (1983), "The price variability-volume relation on speculative markets," *Econometrica*, 51, 485-503. 27. Wermers, R., (1999), "Mutual fund herding and the impact on stock prices," *The Journal of Finance*, 54, 581-622.