

臺灣股市三大法人從眾行為之探究

學生：薛羽玲

指導教授：林育秀 博士

摘要

本文採用 Sias (2004)的研究方法，並以不同頻率資料(月、週及日)探討臺灣股市外資、投信與自營商三大法人的從眾行為。實證結果發現，無論在哪種頻率資料，三大法人都呈現顯著的正向組內從眾，其中以投信最為強烈，而低頻率的月資料效果較弱。其次，三大法人彼此之間多呈現顯著的負向組間從眾，尤以外資最為強烈，而低頻率的月資料效果最大。外資的組內從眾行為不受市場狀況影響，但在週頻率資料，國內法人於市場狀況不佳時會表現出比較強烈的組內從眾行為。

以向量自我迴歸分析及 Granger 因果關係檢定，發現外資與投信的組內從眾行為具有相當的持續性，呈現顯著的正向自我序列相關，其效果在週資料最為強烈，自營商的組內從眾持續性較不明顯，且在週資料有反向調整的現象。三大法人的從眾行為在月資料無任何因果關係，週資料僅外資與自營商互有因果關係，日資料除了無投信領先外資的因果關係外，餘者皆有顯著的因果關係，三大法人中以自營商組內從眾程度受前期外資與投信的影響最大。在三大法人組內從眾與大盤報酬的關係方面，月資料無任何顯著的因果關係，週資料發現大盤報酬有領先投信從眾的負向因果關係，自營商從眾有領先大盤報酬的正向因果關係，餘者無顯著因果關係。在日資料，外資從眾與大盤報酬為正向的互為因果關係，自營商從眾與大盤報酬為負向的互為因果關係，投信從眾與大盤報酬則無顯著因果關係。最後，在三大法人組內從眾與大盤波動度的關係方面，月頻率下僅有波動度領先外資從眾的負向因果關係，週頻率下則存在波動度領先投信與外資從眾的因果關係，而三大法人從眾程度對市場波動度都無顯著的領先因果關係。

關鍵字：三大法人、從眾行為、向量自我迴歸

Title of Thesis: Institutional herding in Taiwan stock markets

Total pages:

Keywords: Institutional investors, Herding behavior, VAR

Name of Institute: Graduate Institute of Finance and Information, National Kaohsiung University of Applied Sciences

Graduate Date: June, 2012

Degree Conferred: Master

Name of student: Yu-Ling Hsueh

Advisor: Dr. Yu-Hsiu Lin

Abstract:

Adopting the herding measures of Sias (2004), this article uses monthly, weekly, and daily data to examine the herding behaviors of institutional investors in Taiwan stock market. The results show institutional investors exhibit positive intra-herding behaviors; they tend to follow the trading behaviors of other investors within the same group. This effect is strongest for mutual funds investors and in weekly data. Secondly, the trading behaviors of most institutional investors are contrary to other investors in different groups. This negative inter-herding effect is strongest for foreign investors and in monthly data. The weekly intra-herding tendency of domestic investors is stronger in poor market condition, while the herding behavior of foreign investors is unaffected by market condition.

The intra-herding behaviors of foreign investors and mutual funds investors show significant persistence (i.e., positive auto-correlation), especially in weekly data. For security dealers, their intra-herding behaviors have less persistence and even exhibit negative auto-correlation in weekly data. Furthermore, by Granger causality test, we find that the monthly intra-herding behaviors of different groups of institutional investors do not have any causality. In weekly data, only foreign investors and security dealers have two-way causality. In daily data, nearly every pair of investors exhibits significant causality relationship, among which the intra-herding behaviors of security dealers are most affected.

As to the relationship between institutional investors' intra-trading tendency and market returns, Granger causality test shows no causality in monthly data. In weekly data, market returns negatively lead the intra-herding behaviors of mutual funds investors, and the intra-herding behaviors of security dealers positively lead market returns. In daily data, market returns and foreign investors' (security dealers') intra-herding behaviors have two-way positive (negative) causality, while market returns and mutual funds investors' herding behaviors have no significant causality. Finally, the intra-herding behaviors of institutional investors have no influences on market volatility. In monthly data, market volatility negatively lead foreign investors' intra-herding, and in weekly data, market volatility leads the intra-herding of both mutual funds investors and security dealers.



目錄

摘要.....	I
目錄.....	IV
表目錄.....	VI
圖目錄.....	VI
附表目錄.....	VIII
第一章 緒論.....	1
第一節 研究動機與背景.....	1
第二節 研究目的.....	5
第三節 研究架構.....	6
第二章 文獻探討.....	8
第一節 從眾行為之衡量.....	8
第二節 從眾行為與市場狀況.....	10
第三節 三大法人從眾與大盤的相互關係.....	11
第三章 研究方法.....	12
第一節 資料敘述與變數.....	12
第二節 從眾指標與加權股價指數關聯分析.....	15
2.1 從眾值之測度.....	15
2.2 計量模型.....	16
第四章 實證結果與分析.....	20
第一節 從眾值的測度.....	20
1.1 期間頻率與從眾值.....	20
1.2 期間頻率以及三大法人的比較.....	23
1.3 市場狀況與從眾值.....	25
第二節 三大法人組內從眾行為之關聯性.....	28
2.1 月期間頻率.....	28
2.2 週期間頻率.....	29
2.3 日期間頻率.....	30
2.4 小結.....	31

第三節 三大法人組內從眾行為與大盤報酬之關聯性.....	32
第四節 三大法人組內從眾行為與大盤波動之關聯性.....	35
第五節 市場狀況之法人從眾值與大盤關聯性.....	37
5.1 區分市場與大盤報酬.....	37
5.2 區分市場與大盤波動.....	41
第五章 結論與建議.....	42
參考文獻.....	44
附錄.....	48



參考文獻

國內文獻

1. 王月玲，(2003)，「外資對台灣股市的影響」，國立政治大學金融研究所碩士論文。
2. 江宏儒，(2002)，「股票市場從眾行為之探討：新興市場與已開發國家之比較」，國立高雄第一科技大學財務管理研究所碩士論文。
3. 李春安與賴藝文，(2005)，「股市劇烈變動區間台灣股票市場與本國機構投資人從眾行為之研究」，台灣管理學刊，第五卷，231-266 頁。
4. 吳政樂(1999)，「證券自營商之從眾行為與投資策略分析」，國立中央大學財務管理研究所碩士論文
5. 林皇瑞 (2004)，「法人機構從眾行為之研究-以證券自營商與外資 為研究對象」，國立臺灣科技大學財務金融研究所碩士論文。
6. 林冠宇(2007)，「台灣上市公司不同類型投資人日內群聚行為之實證研究」，淡江大學財務金融研究所碩士論文。
7. 施生元，(2001)，「投信、外資及散戶從眾行為之探討」，元智大學管理研究所碩士論文。
8. 柯靜君，(1997)，「機構投資人從眾行為之研究-以國內共同基金為例」，國立成功大學企業管理研究所碩士論文。
9. 柯永仁，(2000)，「外資與自營商買賣超行為對股價影響效果之研討」，國立中央大學企業管理研究所碩士論文。
10. 孫新銘，(2006)，「台灣股市機構投資人從眾行為之研究」，國立台灣科技大學財務金融研究所碩士論文。
11. 陳志宏，(2007)，「台灣股市從眾行為之分析」，國立中山大學財務管理學系碩士論文。
12. 陳柏宏，(2002)，「機構投資人與國安基金間反從眾行為之研究」，國

立中山大學財務管理學系碩士論文。

13. 張恭華，(2007)，「本國與外國投資者之從眾行為 -臺灣股市實證研究」，逢甲大學國際貿易學系碩士班碩士論文。
14. 詹瑞華，(2003)，「交易制度、市場透明度與投資人行為之研究」，國立政治大學企業管理研究所碩士論文。
15. 盧陽正、翁振益與方豪，(2008)，「臺灣股市三大法人持股調整、群聚效應、回饋交易、串流行為與群聚之動量持續性」，管理語系統學刊，第十五卷第四期，523-543。
16. 龍培堯，(2010)「投資人日內群聚行為分析：理性或非理性?」，私立淡江大學財務金融研究所碩士論文。
17. 謝元培，(2008)，「景氣循環對基金經理人從眾行為之研究」，南台科技大學企業管理研究所碩士論文。

國外文獻

1. Banerjee, A., (1992), "A Simple Model of Herd Behavior", Quarterly Journal of Economics, 108(3), pp.797-817.
2. Bikhchandani, S. and Sharma, S. (2000), "Herd Behavior in Financial Markets : A Review", Working paper.
3. Christie, W. G., and Huang, R. D. (1995), "Following the Pied Piper: Do Individual Returns Herd around the Market?" Financial Analysts Journal, 54, pp.31-37.
4. Chang, E. C., Cheng, J. W. Khorana, A. (2000), "An Examination of Herd Behavior in Equity Markets: An International Perspective", Journal of Banking & Finance, 24, pp. 1651-1679.
5. Devenow, A., and Welch, I., (1996), "Rational Herding in Financial Economics", European Economic Review, 40, pp.603-615.

6. Fama, E. F. (1970). "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical", *Journal of Finance*, 25, pp.383-417.
7. Falkenstein, E., & Hanweck, J. (1996). "Minimizing basis risk from non-parallel shifts in the yield curve." *Journal of Fixed Income*, 6(1), pp.60-68.
8. Grinblatt, M., Titman S. and Wermers, R., (1995), " Momentum investment strategies, portfolio performance and herding: A study of mutual fund behavior", *American Economic Review*, December, 85 (5), pp.1088-1105.
9. Gleason, K. C., Mathur I., and Peterson M. A., 2004, "Analysis of intraday herding behavior among the sector ETFs", *Journal of Empirical Finance*, 11, pp.681-694.
10. Hwang, S. and M., 2004, "Market stress and herding", *Journal of Empirical Finance* 11(4), pp.585-616
11. Iihara, Y., K. Kato and T. Tokunaga, (1996), "Intraday Return Dynamic between the Cash and the Futures Markets in Japan," *Journal of Futures Markets*, 16(2), pp. 147-162.
12. Keynes, J. M., (1936) "The General Theory of Employment, Interest & Money", pp.25-33.
13. Lakonishok, J., Shleifer, A. and Vishny R. W., (1992), "The Impact of Institutional Trading on Stock Price", *Journal of Financial Economics*, 32, pp.23-43
14. Lin, T., Thomas C.C., Joseph R.M. and Edward N. (2007), "Herding Behavior in Chinese Stock Markets: An Examination of A and B Shares", *Pacific-Basin Finance Journal*, In Press, Accepted Manuscript.
15. McQueen, G., Pinegar, M., & Thorley, S. (1996). "Delayed Reaction to Good

- News and the Cross-Autocorrelation of Portfolio Returns.” *Journal of Finance*, 51(3), pp.889-919.
16. Nofsinger, J. and R. Sias, (1999),” Herding and feedback trading by institutional and individual investors”, *Journal of Finance*, 54, pp.2263-2295.
 17. Pavabutr, P. and H. Yan, (2004), “Foreign Portfolio Flows and Emerging Market Return: Evidence from Thailand”, Working Paper.
 18. Walter, A., and F. M. Weber, (2006),” Herding in the German Mutual Fund Industry”, *European Financial Management*,12(3), pp.375-406
 19. Wermers, R., (1999), “Mutual Fund Trading and the Impact on Stock Prices,” *Journal of Finance*, 54, pp.581-622.
 20. Scharfstein, D.S. and Stein J.C., (1990), “Herd Behavior and Investment”, *American Economic Review*, 80, pp.465-479.
 21. Sias, R. W., (2004) , “Institutional Herding”, *Review of Financial Studies*, 17 (1), pp.165–206.

