

【淡江學術圈】顧廣平 為投資人拓投資策略新選擇 鑽研行為財務學

書香聊天室

文／陳品婕、攝影／林俊廷

研究緣起

究竟臺灣上市（櫃）公司的股票報酬和重要財務資訊有何關聯？是什麼動力與初衷可以讓他投入此領域研究數十年？財金系副教授顧廣平笑說：「行為財務學結合心理學與社會學，雖然領域廣泛且艱澀，但研究過程非常有趣！」

攻讀國立交通大學管理科學碩士及經營管理博士時亦於證券商工作的顧廣平，將累積的資訊專長與實務經驗結合，開始對投資行為進行深入觀察。他表示：「資訊專長不僅在當時執行國科會計畫、整理股市資料庫時，得以運用發揮，至今研究時都非常受用。」而曾任職證券商自營與研究部門的他觀察到：「成功的投資者，會比其他人較早發現一些重要資訊，而藉由有系統分析公開資訊，便能建立更好的投資策略。」為了找出適用於臺灣股市的投資策略，顧廣平開啟了他21年的研究生涯。

研究領域

顧廣平主要的研究領域在於探究臺灣上市（櫃）公司的股票報酬與重要財務資訊的關聯性。在他過往的研究中，發現股票市場裡，與「期望報酬」相關的重要決定因子，包含成交量、營收市價比、前期報酬等。他開始找出能解釋臺灣股票報酬變異的因子以評估出較精確的「期望報酬」，進而建立投資策略給投資人參考，並將結果應用於基金績效、衡量異常報酬等研究。顧廣平說明：「理論上，市場是公平的，承受多少風險就有多少報酬，但要獲利較多，即代表市場上有異常的變化，稱為超額報酬或是異常報酬，意味著市場有不效率性或異常。」

近年來，顧廣平更致力於探討「營收動能」，試圖利用行為理論解釋「動能效應」，他以臺灣上市（櫃）公司月營收為例，建立動能策略。更用「行為財務學」徹底了解投資人的反應後，加以分析，從中掌握投資策略。

研究歷程

顧廣平表示：「操作價格的是人，報價也是看投資人。」因此，他透過「行為財務學」以心理學或社會學的角度，來解釋投資人的不理性，更進一步掌握出投資人的過度反應或反應不足。他從中發現這些異常現象，便能事先知道資訊、篩選得到因子，形成投資策略以進行反應。

近年來他也發現眾多投資人將焦點放在「月營收」上，顧廣平表示：「如果先知道公司月營收之盈餘，就會比別人知道更多資訊，也發現投資人如何反應月營收，亦可偵

測投資人的反應。」因此，他開始研究上市（櫃）公司的月營收，以個別股票的單月營收來估計「未預期營收」，藉由營收和盈餘之關係，以「買營收贏家」和「賣營收輸家」來建構「營收動能策略」。

顧廣平說明，在研究的過程中，逐漸發現預期及結果和行為模式是一致的，便開始延伸探究「盈餘動能」與「營收動能」之間的關係是否存在差異性。經過他多年的研究後，得出結論是，兩種動能是有關聯的。對於股價而言，存在部分相同資訊內涵及各自擁有獨特之資訊內涵。顧廣平表示：「是投資人的反應不足才導致『動能效應』，所以透過『營收市價比』提供的資訊內涵，更能讓投資人正確判斷股價背後的意義。」為了獲取更多投資人的反應證據，他開始發展「營收動能」的生命週期模式，描述「營收動能」與「營收市價比」對預測未來報酬的交互作用，有助於更了解投資人如何反應和評估月營收資訊。

談到研究上的甘苦談，顧廣平笑說：「由於這項課題是以臺灣為主，很少國外文獻可參考，撰寫論文時遇到許多瓶頸！像是得出的研究結果，卻沒有理論可去解釋支持，也因較偏向實務，學術上的創新亦較困難。」他補充：「面對行為財務學中涉及心理學和社會學層面，隔行如隔山，對自我是一大的挑戰。」但顧廣平未因此放棄，大量閱讀心理學與社會學相關國外文獻，徹底了解分析投資人的行為。

最近即將被刊登的兩項論文中，都是他從2012年開始著手的作品，開朗的他說：「投稿過程中的挫折也是有幫助的，藉由得到的回饋作修正，這幾年來也有新的文獻可參考，倏忽的靈感也給了自己很大的幫助。」

面對個人投資的問題，顧廣平說：「我自己是比較保守的投資人，其實越了解反而越會裹足不前，所以研究的目的只是為了告訴投資者如何在投資上不虧損太多，但仍需要看個人的投資態度。」

研究成果

埋首21年，顧廣平的研究受到肯定，〈盈餘與營收動能〉和〈營收動能策略〉連續兩年榮獲2011、2012年管理學報論文獎，又以〈盈餘與營收動能〉獲2014聯電經營管理論文獎佳作獎；〈營收動能策略〉則得到2015聯電經營管理論文獎優等獎。這些研究結果也變成顧廣平在課堂上和同學分享的話題，有興趣的同學也會受到影響去做投資行為，透過師生相互討論、教學相長，也更能激發和創新。

顧廣平說：「研究和教學就是要相輔相成，財金系的研究也都較偏向實務。」他也會在課堂上和同學分享市場狀況，也因他明白系上學生大多在畢業後就要面臨真槍實彈的市場，因此他非常鼓勵同學體驗投資，透過自身的投資體驗後，便能有助於了解課本上的內容以及運用，也能提升學生學習的動力。

未來展望

對於未來展望，顧廣平表示：「我仍會延續行為財務學為主軸，在解釋投資人行為或偵測不理性的反應做更詳細的研究。」

面對現在的財務金融市場，他也期許未來的走向與數位結合，網路世代改變金融的類型，變成未來趨勢。

投資行為與行為投資 顧廣平

這些年我主要研究課題是探討臺灣上市（櫃）公司股票報酬與重要財務資訊之關聯性，其目的是企圖找出能解釋臺灣股票報酬變異的因子，以便能利用這些因子估計出較精確的期望報酬。這或許是在碩、博士班研讀期間，我同時在證券商工作，所引發出之研究動機。在券商研究與自營商部門中，我觀察成功投資者必須要比一般投資人及早發現一些資訊，而將公開資訊透過有系統分析或篩選，或可捕捉投資先機。在較早期的研究中，我發現臺灣股市存在幾個期望報酬的重要決定因子，如成交量、營收市價比、前期報酬等。依此結果，我建構出不同於國外文獻，但較適用於臺灣股市的市場、成交量、營收市價比、動能四因子模式，並將此結果應用於評估基金績效以及衡量異常報酬等研究。

近年，我更致力於探討營收動能，並企圖以行為理論解釋動能效應。不同於以往研究，我首次嘗試採用臺灣上市（櫃）公司每月公告之營業收入建構動能策略。臺灣上市（櫃）公司依證券交易法第36條規定應於每月10日以前，公告並申報上月營業收入金額，此一臺灣特有之法令提供投資大眾獲取更即時的公司營運情形，其公告頻率與時效性遠較季報或年報高，且就穩定經營的公司而言，營收與盈餘應常維持穩定之關係，故實務上，眾多經理人或投資人依據每月營收訊息，進行汰弱擇強調整投資組合之動作。

基於此，我使用個別股票之單月營收估計未預期營收，以買營收贏家和賣營收輸家形成營收動能策略，其初期可獲取顯著大於零之平均報酬，以及隨後存在顯著之報酬反轉，此結果與行為模式所預期一致。隨後，我延伸探討盈餘動能與營收動能之間的關係，以瞭解兩者所蘊含之資訊內涵是否存在差異性。研究顯示投資人可同時利用未預期盈餘與未預期營收形成可獲利之動能策略，但盈餘動能並沒在控制營收動能後而消失，以及在控制盈餘動能下，仍存在營收動能，此表示兩種動能之間存在某種關係，即未預期營收與未預期盈餘對股價而言，存在部分相同之資訊內涵，以及各自擁有獨特之資訊內涵。同時，我試圖引入行為財務模式加以解釋，認為是投資人反應不足導致動能效應，以及保守性偏誤促使投資人對訊息反應不足。此外，我亦透過營收市價比所提供之資訊內涵，嘗試瞭解營收市價比為何能偵測股價是否錯估。進一步，發展營收動能生命週期模式，以描述營收動能與營收市價比對預測未來報酬的交互作用，除了獲取更多支持投資人存在過度反應或反應不足之有力證據外，並有助於瞭解臺

灣投資人如何接收與評估月營收資訊。

在漫長的研究過程中，透過親自推導、跑資料與撰寫論文，我累積許多寶貴的知識與經驗，這除了有助於後續研究外，對於教學與指導學生亦有助益，然透過師生相互溝通思考、教學相長，常能激發出創新的構想。很幸運能夠在淡江大學這個濃郁的學術環境中，與優秀的學生攜手享受研究的樂趣。

顧廣平之近期期刊論文

1. 顧廣平 (2015)，「月營收宣告與行為偏誤」，中山管理評論，即將刊登。
[TSSCI]
 2. 顧廣平 (2015)，「營收動能生命週期」，商管科技季刊，即將刊登。
 3. Chen, Hsin-Hung, Kuang-Ping Ku, and Hsiu-Yu Lee (2015), Constructing a multifactor model for the Shanghai stock exchange, *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol. 51, Supplement 4, 51-67. [SSCI].
 4. Chen, Yi-Heng, Ho-Chuan Huang, Kuang-Ping Ku (2015), The effects of inflation and openness on inequality across alternative monetary regimes, *Applied Economics Letters*, Vol. 22, No. 4, 291-298. [SSCI].
 5. 顧廣平、卓志文 (2013)，「產業營收動能策略」，管理資訊計算，2卷1期，92-104。
 6. 顧廣平 (2011)，「盈餘與營收動能」，管理學報，28卷6期，521-544。[TSSCI]
 7. 顧廣平 (2010)，「營收動能策略」，管理學報，27卷3期：267-289。[TSSCI]
- 更多學術研究內容，請見本校教師歷程系統，以「顧廣平」查詢。(網址：教師歷程系統<http://teacher.tku.edu.tw/>)



淡江時報社