

# 投資人特質、投資習性、心理偏誤 與投資績效之關聯性

## The Relationship among Investor Characteristics, Investment Habits, Psychological Biases and Investment Effects

葉智丞(Chih-Cheng Yeh)  
嶺東科技大學企管系副教授

朱曉萍\*( Hsiao-Ping Chu)  
嶺東科技大學企管系副教授

柯俊禎(Jim-Chen Ko)  
朝陽科技大學財務金融系助理教授

### 摘要

過去文獻在探討投資人的心理偏誤，主要是以處置效應、經驗效應與過度自信等為研究重點，本研究以探索性因素分析法，嘗試去萃取投資人的其他潛在心理偏誤，並檢視投資人特質、投資習性與這些偏誤之間的關聯，及投資績效的影響。研究結果顯示，除了文獻提及的上述心理偏誤外，投資人尚存有依賴資訊心理、依賴主力心理、過度謹慎心理與依賴媒體心理等偏誤。並且，投資人的特質，在投資習性與心理偏誤上確實有顯著的差異表現。實證結果亦發現，性別、年齡與投資經驗等投資人特質，買賣時機等投資習性，以及處置效應、過度自信、依賴主力與依賴資訊等心理偏誤，對投資績效均有顯著的影響性。研究結果有助於投資人對人的非理性面貌，有完整的認知。

**關鍵詞：**投資人特質、投資習性、心理偏誤、 投資績效

\*聯絡作者：嶺東科技大學企業管理學系。地址：台中市嶺東路一號。  
Email：[clare@teamail.ltu.edu.tw](mailto:clare@teamail.ltu.edu.tw)。

## Abstract

Previous studies have focused primarily on disposition effects, experience effects and over-confidence in psychological biases of investors. The study uses exploratory factor analysis to uncover other psychological biases plaguing investors to investigate the impact of these psychological biases on investment performance together with investor characteristics and investment habits. The results of the study show that, in addition to psychological biases mentioned in previous literature, there are also other biases such as relying on information, relying on main force, over carefulness and relying on media. Besides. The empirical results also show that investor characteristics such as gender, age and investment experience, investment habits such as investment opportunities, and psychological biases such as disposition effects, over-confidence, relying on information, relying on main force and so on have significant impact on investment performance. The results are helpful to investors to get a complete understanding of non-rational side of people.

**Keyword :** Psychological Bias, Investor Characteristics, Investment Habits

## 壹、緒論

效率市場假說(EMH)與資本資產定價模型(CAPM)是傳統財務學的兩大理論，支配了現代財務學領域達數十年，主要的假說依據是人是理性的，既不受情緒影響也沒有心理干擾等偏誤傾向。但是，近年來有許多的學術研究發現，真實世界中有許多市場上的異常現象，無法藉由此兩種基本理論解釋，導致這些理論的合理性受到很多學者(Kahneman and Tversky,1979;Thaler,1980)的質疑，直到行爲財務學的興起，始得到較合理的解釋(Shiller, 2000)。行爲財務學與傳統財務學最大的不同點，是假設人並非是理性的，在這樣的思維下，學者們，陸陸續續發現了投資人很多偏誤的心理與行爲，包括處置效應、經驗效應與過度自信等(Shefrin and Statman,1985；Thaler and Johnson,1990；Barber and Odean,2000；Meurmann and Volkman,2006)。值得注意的是，這些心理偏誤不僅是金融市場上各種異常現象的影響因子，甚至於對個人的投資績效也有很大的影響。然而，是否尚有其他潛在的偏誤心理，對人們的投資行爲帶來很大的影響，甚至於影響到投資績效？此一有趣的議題，值得深入探究。

近年來，有很多的心理學或社會學者，從投資人的特質這個角度，去探討投資人的性別差異對心理偏誤的影響程度。例如，Undeberg et al. (1994)的實驗結果，顯示不同的性別在不同的領域中，會呈現出不同的自信程度。Beyer and Bowden (1997)，也發現男性比女性投資人的自信程度較高。Bliss and Potter(2001)進一步指出女性基金經理人的過度自信程度低於男性，導致在投資績效表現上，女性經理人較男性高。國內學者，郭敏華、郭迺鋒、邱耀初與范秉航(2005)也發現女性投資人在投資經驗、樂觀態度、與自信程度上明顯低於男性，女性的投資決策也較容易受過去賺賠經驗所影響，使得兩性在投資績效上有顯著的差異。那麼，投資人的其他特質，諸如年齡高低、投資經驗與教育程度差異等，是否也有可能像性別那樣，影響到個人的心理偏誤，進而影響到投資績效？除此之外， Shefrin(2001)進一步推論出，市場投資人的非理性行爲，普遍與投資人的性別、年齡、人格特質、資訊來源與外在環境刺激等影響因素有關。那麼，影響投資人的心理偏誤，除了投資人的特質外，投資人受到外在環境刺激、資訊來源等因素影響而產生不同的投資習性，如下單方式、選股依據、買賣時機、持股時間等差異，也很有可能會影響到投資績效。

過去針對投資人心理偏誤的相關研究，主要是由次級或交易資料直接進行分析與推論，結果發現了處置效應、經驗效應與過度自信等諸多心理偏誤。然而，此種研究結論的完整性，仍然有需要以其他不同的資料來源或研究方法，加以驗證或發掘某些尚存在投資人的潛在心理偏誤。有鑑於此，本研究嘗試以台灣股市中部地區投資人進行實務的問卷調查，除了希望能發掘到一些未知的心理偏誤外，並檢視這些心理偏誤、投資人的特質、投資習性與投資績效的關聯，以完整的認知人的非理性面貌。研究目的主要有四點：

- (1)以探索性因素分析法，發掘投資人某些未知的心理偏誤；
- (2)觀察投資人的特質對投資習性與心理偏誤的影響；
- (3)檢視投資人的特質、投資習性對投資績效的影響；
- (4)檢視投資人的心理偏誤對投資績效的影響。

過去的相關文獻，對投資人的心理傾向多由外顯行為進行分析，本文的特點為以問卷調查法，以及探索性因素分析法，直接從問卷題目中萃取投資人的潛在心理傾向，結果發現投資人尚有依賴資訊心理、依賴主力心理、過度謹慎心理與依賴媒體心理等偏誤。在投資人的特質對心理偏誤的影響上，郭敏華(2004)實證結果，發現中壯族群對於失敗經驗的敏感度遠高於年輕人；郭敏華、郭迺鋒、邱耀初與范秉航(2005)的研究結果更指出，女性投資人在處置效應與經驗效應較男性明顯。本研究除了有相同的結論外，亦發現學歷越低的投資人以及投資經驗越久的投資人越容易有經驗效應；並且，男性與女性都有依賴主力心理的偏誤；年齡越高的投資人以及學歷越高的投資人則容易有過度謹慎的心理偏誤，投資經驗越少的投資人越容易依賴資訊與主力動態進行投資，本文證實投資人的特質差異在心理偏誤上其實有不同的影響性。

至於在投資績效的影響方面，本文實證結果顯示，男性比女性有較佳的投資報酬；投資人的年齡越大投資績效也越高；投資人的投資經驗與投資績效呈現負向關係(以調查之前的六個月投資報酬率為基準)。投資人的投資習性，則以買賣時機最會影響到投資績效的表現，尤其以依自己設定的價格買進，有較高的投資報酬。另一方面，本文亦發現，處置效應、過度自信、依賴主力心理與依賴資訊心理等偏誤與投資績效有關，其中投資人的處置效應、依賴資訊的心理偏誤與投資報酬有強烈的正向關係；自信程度、依賴主力的心理偏誤與投資報酬則呈顯著的負向關係。

## 貳、文獻回顧

行為財務學從展望理論出發，藉著觀察與實驗的過程，發現人們決策時常見的心理偏誤，意味著投資人不再全然是理性，投資人的決策其實會受到外在環境、內在心理偏誤、個人特質以及投資習性所影響。

在投資人的非理性心理偏誤中，處置效應最常被提及。Kahneman and Tversky(1979)在展望理論(prospect theory)中，指出人在面對利得與損失時，會呈現不同的風險態度，面臨利得時是風險規避的，面臨損失時是追求風險的。Shefrin and Statman(1985)進一步將展望理論應用在投資行為上，針對投資人在處置股票時會呈現出「速結獲利、續抱虧損」之傾向(Sell Winners too Early and Ride Loser too Long)，名為處置效應。Odean(1998)以個人帳戶資料進行嚴謹的分析，發現投資人確實有惜售賠錢股票，急售獲利股票的傾向，並且出售獲利股票的傾向是

出脫損失股票傾向的1.5倍。Benartiz and Thaler's(1995)實證發現，投資人實現獲利的股票，比留在投資組合中損失的股票，未來一年的報酬尚高出3.4%，顯示，處置策略會影響到正常的投資報酬表現。後續則有Weber and Camerer(1998)、Grinblatt and Keloharju(2000)等學者們支持此一效應的存在。國內學者們，如郭敏華與張瑞芬(2004)、郭敏華、邱耀初、郭迺鋒、周鉅凱(2004)、林秉璋、許光華(2005)與黃劍鈺(2006)等也都證實台灣股票市場的投資人具有明顯的處置效果。

另外，經驗效應也是一種常見的心理偏誤，經常帶著濃重情感成份的決策行為，Kahneman and Tversky(1982)即指出，人們有依賴過去經驗作決策的捷思傾向。Thaler and Johnson(1990)以實驗的方法，從經驗效應中再分離出蛇咬效應、賭資效應、與損益扳平效應，認為人們對損失的容忍程度，會受到上一次投資決策的結果影響，上一次損失的痛苦經驗，會影響到目前投資決策的判斷。郭敏華(2004)針對國內的實證研究，顯示不同的年齡族群對於過去經驗的敏感度不同，中壯族群對於失敗經驗的敏感度遠高於年輕人。

又如，投資人的過度自信亦是一種非常普遍的不理性行為(De Bondt and Thaler, 1995；Daniel, Hirshleifer and Subrahmanyam, 1998)，當個體認為自己所擁有的資訊、學識、聰明智慧、自我控制等能力，高於實際擁有之程度，即為過度自信。過度自信會使得投資人高估自己成功的機率，低估交易的風險，而過於輕易地買進或賣出股票，造成過度交易的行為傾向。Benos (1998)即發現具有過度自信的投資人，其交易次數會比理性的投資人多，而預期效用卻比理性的投資人低。Barber and Odean(1999)另外以個別投資人的交易資料進行分析，也證實投資人的過度自信會帶來過度交易。

除了上述投資人的非理性心理行為，會影響到投資人的投資決策外，投資人的特質亦是一種影響因子。Maital, Firer and Simon(1988)即指出許多非理性之投資決策，都受到投資人的特質、資訊解讀、情緒反應等因素所影響。Undeberg et al. (1994)的實驗結果，證實不同的性別會呈現出不同的自信程度。Beyer and Bowden (1997)，也發現男性比女性投資人的自信程度較高。Barber and Odean (2001)進一步以 35000 筆家戶資料進行研究，研究結果顯示性別對自信程度有很大的影響性，男性的週轉率較女性高，導致男性的投資報酬小於女性。hefrin(2001)也歸納出性別、年齡、人格特質、資訊來源與外在環境刺激等因素，是造成投資人普遍存在不理性行為的原因。至於國內的相關研究，郭敏華、郭迺鋒、邱耀初與范秉航(2005)則發現女性投資人在投資經驗、樂觀態度、與自信程度上明顯低於男性；女性的處置效應與經驗效應更較男性明顯，亦即女性較男性投資人更容易有惜售賠錢股票、急售獲利股票的傾向，而投資決策也容易受到過去賺賠經驗的影響。可見，投資人的特質也是影響人們的非理性行為的重要因子之一。

## 參、研究設計

### 一、資料來源

經常在證券公司看盤的投資人對市場價格的波動起伏敏銳，對投資損益的計較鉅細彌遺，這些投資人將能夠十足呈現出行爲財務學所描述的非理性面貌。因此，本研究以設立在中部地區 5 個縣市的證券公司現場看盤投資人為研究對象，依證券商家數進行分層比例抽樣。調查期間為 2010 年 8 月 1 日至 8 月 31 日，有效樣本數為 356 份。

### 二、問卷內容與操作性變數定義

該問卷調查內容分為投資人的特質、投資習性、心理偏誤與投資績效。各問項說明如下：

#### (一)、投資人的特質問項

1. 年齡 (1)30 歲以下 (2)31~45 歲 (3)46~60 歲 (4)61 歲以上
2. 性別 (1)男 (2)女
3. 投資經驗 (1)1 年以下 (2)2~5 年 (3)6~10 年 (4)11 年以上
4. 教育背景 (1)初中以下 (2)高中或五專 (3)大學 (4)碩士以上

#### (二)、投資人的投資習性問項

1. 下單行爲 (1)營業大廳現場下單 (2)電話下單 (3)網路下單 (4)其他
2. 選股依據 (1)自己分析 (2)投顧、證券公司推薦 (3)報章雜誌消息  
(4)特殊管道消息 (5)親友推薦
3. 買進股票時機 (1)自己設定價格買進 (2)趁股價上漲才買進 (3)趁股價下跌  
才買進 (4) 股票即將漲停時才買進
4. 平均持有一檔股票的時間 (1)當天 (2)1~5 天 (3)1~5 週 (4)1~5 月 (5)  
1~5 年

#### (三)、投資人的心理偏誤問項

此問項又分成兩個部份，第一個部份有 20 個投資心態問項，採探索性因素分析法以萃取投資人潛在的心理偏誤。第二個部份則直接依文獻上對處置效應、經驗效應與過度自信的定義，直接設計 3 個問項，以及一個調查前六個月的投資報酬問項。

##### 1.處置效應問項

處置效應是一種不願實現損失，但卻急於賣出獲利股票之投資心態，本研究利用問卷中下列問項來判斷投資人是否具有處置效應：

「在過去半年內，當您考慮賣出手中的股票時，會不會考慮先賣掉已經有賺錢的股票，而賠錢的股票會繼續持有？」。回答選項包括：

(1)非常不同意 (2)不同意 (3)無意見 (4)同意 (5) 非常同意

受訪者如選擇(1)與(2)者，表示其沒有處置效應的心理偏誤，如選擇(4)與(5)者，表示其有處置效應的心理偏誤。

## 2. 經驗效應問項

經驗效應是一種在投資決策過程中，會考慮過去投資結果的投資心態，本研究利用問卷中下列問項來判斷投資人是否具有經驗效應：

「在過去半年內，當您考慮買進股票時，會不會較願意買進上次賺錢的股票，而較不願意買進上次賠錢的股票？」。回答選項包括：

(1)非常不同意 (2)不同意 (3)無意見 (4)同意 (5) 非常同意

受訪者如選擇(1)與(2)者，表示其沒有經驗效應的心理偏誤，如選擇(4)與(5)者，表示其有經驗效應的心理偏誤。

## 3. 過度自信程度問項

過度自信是一種投資人對於本身特質或能力的評估，超過實際水準之投資心態。本研究利用問卷中下列問項來判斷投資人的過度自信程度：

「在未來的半年內，請問您個人的股票投資報酬率，非常有可能可以贏過一般投資人的平均報酬率？」。回答選項包括：

(1)非常不同意 (2)不同意 (3)無意見 (4)同意 (5) 非常同意

受訪者如選擇(1)與(2)者，表示其有自信不足的心理傾向，如選擇(4)與(5)者，表示其有過度自信的心理傾向。

## 4. 投資績效變項

本研究利用問卷中下列問項來判斷投資人的投資績效：

「在過去半年內，您個人的股票整體平均報酬率大約為？」

(1) 賠 61% 以上 (2) 賠 41% ~ 賠 60% (3) 賠 21% ~ 賠 40% (4) 不賺不賠~賠 20% (5) 不賺不賠~ 賺 20% (6) 賺 21% ~ 賺 40% (7) 賺 41% ~ 賺 60% (8) 賺 61% 以上

## 三、探索性因素分析法

因素分析法最主要的功能在於縮減變數構面，萃取共同因素，也是一種以較少的構面或因素，來解釋較多的變數，這些因素的組合足以解釋這群相關變數的共通特性。因素分析法主要有二種，一為探索性因素分析，一為驗證性因素分析。其中探索性因素分析是在進行因素分析時，須根據項目分析或題項與總分相關的判別，剔除題項後，剩下的量表題項均須納入因素分析變數範圍內，再以特徵值等於 1 為判別基準。因此，為了適當呈現投資人潛在的心理偏誤，本研究嘗試以探索性因素分析法不斷進行探索，其中採取主成份分析、直交轉軸法中的最大變異法，特徵值大於 1，因素負荷量大於 0.5，以及陡坡圖考驗，進行共同因素的

萃取，直至建構一個較為合理並可接受的因素效度為止。

其次，本研究在進行因素分析之前，將利用 KMO(Kaiser-Meyer-Olkin measure of sampling adequacy) 及 Bartlett's 球形檢定(Bartlett's Test of Sphericity) 來加以測試。KMO 是對每個變數與全體變數進行評估，以了解經抽取共同因素後，變數間的偏相關比是否比原來變數之間的相關性小的指標；而 Bartlett's 球形檢定(Bartlett's Test of Sphericity) 則是以檢定輸入變數判斷是否適合作因素分析，當顯著值越小於 0.05 時，表示透過因素分析方法，越可能得到有效的分析結果。本研究在以 KMO 與 Bartlett 球形檢定判讀問卷結果，當資料可以適合進行因素分析後，再依因素分析法，針對投資人的問卷結果，萃取出投資人的可能心理偏誤變項。在因素分析完成後，為進一步了解問卷的可靠性與有效性，本研究採用 Cronbach's  $\alpha$  的信度檢驗，以求各因素構面之內部一致性。

#### 四、資料分析方法

在以探索性因素分析法，萃取投資人的心理偏誤之後，接著，本文以 t 檢定或變異數分析及雪費檢定(Scheffe-test)，探討投資人特質在投資習性、心理偏誤的差異情形。並以迴歸分析分別探討投資人特質、投資習性、心理偏誤對投資績效的影響性。

### 肆、實證結果

#### 一、投資人的心理偏誤

首先，本研究以探索性因素分析建立量表的建構效度，採取主成份分析、直交轉軸法中的最大變異法，特徵值大於 1，因素負荷量大於 0.4，以及陡坡圖考驗，共抽得五個共同因素。刪除第 3、6、7、9、13、15 等 6 題因素負荷量未符合選題標準，再將第一次因素分析結果保留的 14 題項，進行第二次因素分析，使用與第一次相同的因素萃取及轉軸方法與選題標準，得四個共同因素，累積解釋變異量為 55 %。

其中在量表的抽取適當性，顯示 KMO 值等於 0.787，依據 Kaiser(1974) 的 KMO 判斷標準，隱含變項有共同因素存在。另外，Bartlett 球形檢定考驗的近似卡方值等於 622.434，已達顯著水準，顯示投資人心理偏誤的因素量表題項間有共同因素，適合進行因素分析。結果如表 1 所示。

表 1 投資人心理偏誤的試探性因素分析結果

正式題號	因素一	因素二	因素三	因素四
1	0.826			
8	0.765			
2	0.731			
12		0.711		
16		0.683		
11		0.652		
10		0.644		
18		0.619		
20			0.753	
19			0.718	
17			0.548	
14				0.66
5				0.612
4				0.58
特徵值	2.830	1.501	1.364	1.126
解釋變異量	25.211%	12.724%	9.740%	8.046%
累積解釋變異量	25.211%	37.935%	47.675%	55.721%
抽樣適當性(KMO)	0.787			
Bartlett 球形檢定	622.434			

在上述的效度測量之後，本文進一步採用 Cronbach $\alpha$ 一致性係數來對問卷的信度，進行檢測。表 2 中，分量表的  $\alpha$  信度係數分別為 0.821、0.805、0.795、0.712，總量表的  $\alpha$  信度係數為 0.835，顯示量表的穩定性已達到可靠性與有效性的要求。

經由對問卷之效度與信度之驗證，以及二次因素分析結果後，得出四個因素，本文依其個別涵義分別命名為「依賴資訊心理」、「依賴主力心理」、「過度謹慎心理」與「依賴媒體心理」等，見表 2。其中，第一個因素命名為「依賴資訊心理」，包括 3 個題項，例如：「缺乏資訊」、「對股市資訊瞭解太少」、「難以得到相關資訊」；第二個因素命名為「依賴主力心理」，包括 5 個題項，例如：「希望了解主力動向」、「會受主力影響」、「時段影響情緒」等；第三個因素命名為「過度謹慎心理」，包括 3 個題項，例如：「重視宏觀面資訊」、「下單小心」等；第四個因素命名為「依賴媒體心理」，包括 3 個題項，例如：「股票評論家預測」、「看重報刊、廣播媒體分析」等。

表2 投資人心理變項因素分析之層面內容

心理偏誤 變項	因素構面內容		Cronbach's $\alpha$ 係數
依賴資訊 心理	Q1：缺乏資訊 Q8：難以得到相關資訊 Q12：持股時間	Q2：對股市資訊瞭解太少	0.821
依賴主力 心理	Q10：時段影響情緒 Q16：希望了解主力動向	Q11：盈利是根本 Q18：會受主力影響	0.805
過度謹慎 心理	Q17：迅速買賣 Q20：下單小心	Q19：重視宏觀面資訊	0.795
依賴媒體 心理	Q4：股票評論家預測 Q14：看重報刊、廣播媒體分析	Q5：賭博心態	0.712
全量表			0.835

## 二、投資人的特質、投資習性與心理偏誤的描述性分析

表3為依受訪者的背景所整理的次數統計表，發現投資人的主要成份結構為：男性、31-45歲、大學學歷、11年以上的投資經驗、網路下單、依賴自己分析與依自己設定價格買進為主，處置效應(28.8 %)與經驗效應(26.3 %)的傾向並不明顯，自信程度則明顯不足(34.3 %)。

表3 受訪者背景變項分析表

背景變項	類別	樣本數	百分比	背景變項	類別	樣本數	百分比
年齡	30 歲以下	82	23.0	選股依據	自己分析	190	53.4
	31-45 歲	150	42.1		投顧、證券公司推薦	65	18.3
	46-60 歲	95	26.7		特殊管道消息	18	5.1
	61 歲以上	29	8.1		報章雜誌消息	63	17.7
性別	男	211	59.3	買賣時機	親友推薦	20	5.6
	女	145	40.7		自己設定價格買進	210	59.0
					趁股價下跌買進	90	25.3
投資經驗	1 年以下	49	13.8	處置效應	趁股價上漲買進	50	14.0
	2-5 年	70	19.7		股價即將漲停時才買進	6	1.7
	6-10 年	72	20.2		非常同意	5	1.4
	11 年以上	165	46.3		同意	62	27.4
					無意見	57	16
					不同意	203	47

					非常不同意	29	8.1
					非常同意	6	1.7
					同意	52	24.6
					無意見	71	19.9
					不同意	200	46.2
					非常不同意	27	7.6
					非常同意	8	2.2
					同意	41	11.5
					無意見	185	52
					不同意	111	31.2
					非常不同意	11	3.1

### 三、投資人的特質與投資習性、心理偏誤的關聯

本節主要探討不同投資人的特質在投資習性、心理偏誤上的差異情形，其中分別以投資人的性別、年齡、投資經驗與教育程度等四個變項為自變項，以下單方式、選股依據、買賣時機、持股時間等四種投資習性，以及處置效應、經驗效應、自信程度、依賴資訊心理、依賴主力心理、過度謹慎心理與依賴媒體心理等七種心理偏誤，共 11 個變項為依變項，進行變異數分析，變異數分析若達統計上的顯著水準，則以 Scheffe 法進行事後比較。以下分別就性別、年齡、投資經驗與教育程度等四個變項在投資習性、心理偏誤上的差異情形，說明如下：

#### (一) 投資人的性別在投資習性與心理偏誤上的差異分析

表4為投資人的性別在投資習性與心理偏誤上的實證結果，歸納如下：

- 1.不同性別的投資人在下單方式有顯著的差異( $p < 0.05$ )，其中男性偏向於現場下單或電話下單；女性偏向於電話下單或網路下單。
- 2.不同性別的投資人在選股依據上有顯著的差異( $p < 0.1$ )，其中男性偏向於自己分析或投顧、證券公司推薦；女性偏向於投顧、證券公司推薦或依賴報章雜誌消息。
- 3.不同性別的投資人在持股時間上有顯著的差異( $p < 0.1$ )，其中以女性持有的時間比較長。這或許與表4中，女性的處置效應較男性明顯有關，由於女性較男性容易出現「急售獲利股票、惜售賠錢股票」的心理傾向，使得女性的持股時間較長。
- 4.不論是男性或女性都有依賴主力的心理傾向( $p < 0.1$ )，其中女性尚存有處置效應等心理偏誤。

上述實證結果除了支持郭敏華、郭迺鋒、邱耀初與范秉航(2005)的結論，女性的處置效應較男性明顯外；亦顯示男性或女性都有依賴主力的心理傾向。反映在投資習性上，男性有偏向自己分析選股、持股時間較短；女性則有依賴投顧、證券公司、報章雜誌等管道選股、持股時間較長等習性。

表4 性別在投資習性與心理偏誤上的差異分析

變項名稱	性別	個數	平均數	標準差	顯著性(雙尾)
下單方式	男	145	2.08	.82	.025**
	女	211	2.27	.79	.026**
選股依據	男	145	1.77	1.19	.065*
	女	211	2.01	1.18	.065*
買賣時機	男	145	1.74	.92	.476
	女	211	1.67	.90	.479
持股時間	男	145	4.11	1.10	.064*
	女	211	4.28	.96	.074*
處置效應	男	145	3.46	.96	.139
	女	211	3.98	.89	.065*
經驗效應	男	145	3.50	.95	.516
	女	211	3.56	.85	.524
自信程度	男	145	3.27	.82	.276
	女	211	3.18	.74	.271
依賴資訊心理	男	145	3.7609	.79	.315
	女	211	3.6793	.72	.323
依賴主力心理	男	145	3.9323	.51	.068*
	女	211	3.8436	.53	.084*
過度謹慎心理	男	145	3.4069	.68	.512
	女	211	3.3618	.60	.522
依賴媒體心理	男	145	3.0092	.62	.324
	女	211	2.9431	.62	.325

註： $*p<0.1$      $**p<0.05$      $***p<0.01$

## (二) 投資人的年齡在投資習性與心理偏誤上的變異數分析

表5為投資人年齡在投資習性與心理偏誤上的實證結果，歸納如下：

- 不同年齡層的投資人在下單方式有顯著的差異( $p < 0.01$ )，30 歲以下的投資人下單方式偏向於網路下單，而 46-60 歲與 61 歲以上的投資人下單方式偏向於現場下單。
- 不同年齡層的投資人在買賣時機上有顯著的差異( $p < 0.01$ )，46-60 歲的投資人偏向於依自己設定的價格買進，而 61 歲以上的投資人偏向於趁股價下跌時買進。
- 不同年齡層的投資人在經驗效應上有顯著的差異( $p < 0.01$ )，30 歲以下的投資人選擇買進股票標的時，較不會受到上次該標的股票賺錢或賠錢的影響，而 46-60 歲與 61 歲以上的投資人選擇買進股票標的時，較會受到上次該標的股票賺錢或賠錢的影響。換言之，30 歲以下的投資人較不具有經驗效應，46-60 歲與 61 歲以上的投資人較具有經驗效應。
- 不同年齡層的投資人在依賴主力的心理因素上有顯著的差異( $p < 0.01$ )，31-45 歲與 46-60 歲的投資人易受市場主力動向的影響，而 61 歲以上的投資人不易受市場主力動向的影響。
- 不同年齡層的投資人在過度謹慎的心理因素上有顯著的差異( $p < 0.05$ )，61 歲

以上的投資人較有謹慎的心理，31-45 歲的投資人則較缺乏謹慎的心理。

上述實證結果，顯示年齡越大越容易有經驗效應，此結果與郭敏華(2004)的研究結論相同。另一方面，本文亦發現，年齡越大越有過度謹慎，以及越有不依賴主力動向投資的心理傾向，反映在投資習性上則是趁股價下跌時買進、現場下單等行為。

表5 投資人年齡在投資習性與心理偏誤上的變異數分析

變項名稱	平方和	自由度	平均平方和	F 檢定	Scheffe 法
下單方式	組間 27.637	3.000	9.212	15.902***	1>3,1>4
	組內 203.337	351.000	0.579		
	總和 230.975	354.000			
選股依據	組間 4.977	3.000	1.659	1.174	
	組內 496.138	351.000	1.413		
	總和 501.115	354.000			
買賣時機	組間 9.316	3.000	3.105	3.873**	3<4
	組內 281.433	351.000	0.802		
	總和 290.749	354.000			
持股時間	組間 0.783	3.000	0.261	0.217	
	組內 422.608	351.000	1.204		
	總和 423.392	354.000			
處置效應	組間 2.655	3.000	0.885	1.043	
	組內 297.785	351.000	0.848		
	總和 300.439	354.000			
經驗效應	組間 16.547	3.000	5.516	7.342***	1<3,1<4
	組內 263.689	351.000	0.751		
	總和 280.237	354.000			
自信程度	組間 0.581	3.000	0.194	0.323	
	組內 210.574	351.000	0.600		
	總和 211.155	354.000			
依賴資訊 心理	組間 2.882	3.000	0.961	1.712	
	組內 196.938	351.000	0.561		
	總和 199.820	354.000			
依賴主力 心理	組間 4.021	3.000	1.340	5.030***	2>4,3>4
	組內 93.519	351.000	0.266		
	總和 97.539	354.000			
過度謹慎 心理	組間 4.215	3.000	1.405	3.541**	2<4
	組內 139.286	351.000	0.397		
	總和 143.501	354.000			
依賴媒體 心理	組間 0.264	3.000	0.088	0.226	
	組內 136.436	351.000	0.389		
	總和 136.699	354.000			

註：<sup>\*</sup>p<0.1 <sup>\*\*</sup>p<0.05 <sup>\*\*\*</sup>p<0.01 1：30 歲以下、2：31-45 歲、3：46-60 歲、4：61 歲以上。

### (三)、投資人的投資經驗在投資習性與心理偏誤上的變異數分析

表6 顯示投資人之投資經驗在投資習性與心理偏誤上的實證結果，歸納如下：

- 1.不同投資經驗的投資人在下單方式上有顯著的差異( $p < 0.1$ )，1年以下投資經驗的投資人下單方式偏向於網路下單，而10年以上投資經驗的投資人下單方式偏向於現場下單。
- 2.不同投資經驗的投資人在持股時間上有顯著的差異( $p < 0.01$ )，1年以下或10年以上投資經驗的投資人偏向於短線操作，而6-10年投資經驗的投資人偏向於長期持股。
- 3.不同投資經驗的投資人在經驗效應上有顯著的差異( $p < 0.05$ )，1年以下投資經驗的投資人較不具有經驗效應，10年以上投資經驗的投資人較具有經驗效應。
- 4.不同投資經驗的投資人在依賴資訊的心理因素上有顯著的差異( $p < 0.01$ )，1年以下投資經驗的投資人易受資訊的心理影響，而10年以上投資經驗的投資人不易受資訊的心理影響。
- 5.不同投資經驗的投資人在依賴主力的心理因素上有顯著的差異( $p < 0.05$ )，2-5年投資經驗的投資人較有依賴主力的心理，而1年以下投資經驗的投資人則較缺乏依賴主力的心理。

整體而言，投資經驗越久的投資人越具有經驗效應，換言之，選擇買進股票標的時，較會受到上次該標的股票賺錢或賠錢的影響，在投資習性上則偏向於長期持股等。投資經驗越少的投資人，越有依賴資訊的心理偏誤，在投資習性上則偏向於網路下單、短線操作等。

表6 投資經驗在投資習性與心理偏誤上之變異數分析

變項名稱	平方和	自由度	平均平方和	F 檢定	Scheffe 法
下單方式	組間 4.442	3.000	1.481	2.294*	1>4
	組內 226.532	351.000	0.645		
	總和 230.975	354.000			
選股依據	組間 7.761	3.000	2.587	1.841	
	組內 493.354	351.000	1.406		
	總和 501.115	354.000			
買賣時機	組間 4.703	3.000	1.568	1.924	
	組內 286.046	351.000	0.815		
	總和 290.749	354.000			
持股時間	組間 27.355	3.000	9.118	8.081***	1<3,4<3
	組內 396.037	351.000	1.128		
	總和 423.392	354.000			
處置效應	組間 3.075	3.000	1.025	1.210	
	組內 297.365	351.000	0.847		
	總和 300.439	354.000			
經驗效應	組間 8.102	3.000	2.701	3.483**	1<4
	組內 272.135	351.000	0.775		
	總和 280.237	354.000			

	組間	1.991	3.000	0.664	1.114	
自信程度	組內	209.164	351.000	0.596		
	總和	211.155	354.000			
依賴資訊	組間	6.853	3.000	2.284	4.155***	1>4
心理	組內	192.968	351.000	0.550		
	總和	199.820	354.000			
依賴主力	組間	2.390	3.000	0.797	2.939**	1<2
心理	組內	95.150	351.000	0.271		
	總和	97.539	354.000			
過度謹慎	組間	0.978	3.000	0.326	0.803	
心理	組內	142.523	351.000	0.406		
	總和	143.501	354.000			
依賴媒體	組間	0.873	3.000	0.291	0.752	
心理	組內	135.826	351.000	0.387		
	總和	136.699	354.000			

註：<sup>\*</sup>p<0.1 <sup>\*\*</sup>p<0.05 <sup>\*\*\*</sup>p<0.01 1：1年以下、2：1-5年、3：5-10年、4：10年以上

#### (四)、投資人的教育程度在投資習性與心理偏誤上的變異數分析

表7為投資人教育程度在投資習性與心理偏誤上的實證結果，歸納如下：

- 不同教育程度的投資人在下單方式有顯著的差異( $p < 0.001$ )，大學學歷的投資人下單方式偏向於網路下單，而初中及以下學歷的投資人下單方式偏向於現場下單。
- 不同教育程度的投資人在買賣時機上有顯著的差異( $p < 0.05$ )，大學或碩士及以上學歷的投資人偏向於依自己設定的價格買進，而初中及以下學歷的投資人偏向於趁股價下跌時買進。
- 不同教育程度的投資人在經驗效應上有顯著的差異( $p < 0.05$ )，碩士及以上學歷的投資人選擇買進股票標的時，較不會受到上次該標的股票賺錢或賠錢的影響，而高中或五專或初中及以下學歷的投資人選擇買進股票標的時，較會受到上次該標的股票賺錢或賠錢的影響。
- 不同教育程度的投資人在謹慎的心理因素上有顯著的差異( $p < 0.05$ )，大學或碩士及以上學歷的投資人較有謹慎的心理，初中及以下的投資人則較缺乏謹慎的心理。

以上實證結果，整體而言，學歷越高越不具有經驗效應，但卻具有過度謹慎的心理傾向，反映在投資習性上，學歷越高越偏向於依自己設定的價格買進；學歷越低越具有經驗效應，有趁股價下跌時買進等投資習性。

表7 投資人的教育程度在投資習性與心理偏誤上的變異數分析

變項名稱		平方和	自由度	平均平方和	F 檢定	Scheffe 法
下單方式	組間	2.228	3.000	7.4091	12.459***	1<2,1<3
	組內	208.746	351.000	0.595		2<3
	總和	230.975	354.000			
選股依據	組間	4.895	3.000	1.632	1.154	
	組內	496.221	351.000	1.414		
	總和	501.115	354.000			
買賣時機	組間	6.931	3.000	2.310	2.857**	1>3,1>4
	組內	283.818	351.000	0.809		
	總和	290.749	354.000			
持股時間	組間	1.205	3.000	0.402	0.334	
	組內	422.187	351.000	1.203		
	總和	423.392	354.000			
處置效應	組間	1.094	3.000	0.365	0.428	
	組內	299.345	351.000	0.853		
	總和	300.439	354.000			
經驗效應	組間	7.016	3.000	2.339	3.004**	1>4,2>4
	組內	273.221	351.000	0.778		
	總和	280.237	354.000			
自信程度	組間	0.173	3.000	0.058	0.096	
	組內	210.982	351.000	0.601		
	總和	211.155	354.000			
依賴資訊 心理	組間	3.199	3.000	1.066	1.903	
	組內	196.622	351.000	0.560		
	總和	199.820	354.000			
依賴主力 心理	組間	1.132	3.000	0.377	1.374	
	組內	96.407	351.000	0.275		
	總和	97.539	354.000			
過度謹慎 心理	組間	7.033	3.000	2.344	6.029***	1<3,1<4
	組內	136.468	351.000	0.389		
	總和	143.501	354.000			
依賴媒體 心理	組間	0.266	3.000	0.089	0.228	
	組內	136.433	351.000	0.389		
	總和	136.699	354.000			

註:<sup>\*</sup>p<0.1 <sup>\*\*</sup>p<0.05 <sup>\*\*\*</sup>p<0.01 1:初中及以下、 2:高中或五專、 3:大學、

4：碩士及以上

#### 四、投資人特質、投資習性與投資績效的關聯性

本節主要探討投資人的性別、年齡、投資經驗與教育程度等特質，以及下單方式、選股依據、買賣時機、持股時間等投資習性，是否對投資績效有顯著的影響力？本文以投資人的性別、年齡、投資經驗、教育程度、下單方式、選股依據、買賣時機、持股時間等變項為自變數，投資績效為應變數，進行迴歸分析。

表8顯示投資人的性別、年齡、投資經驗與投資績效有強烈的關係，其中男性與女性在投資績效上有顯著的差異，男性比女性有較佳的績效，年齡與投資績效呈正向關係，投資經驗與投資績效呈現負向關係。郭敏華、郭迺鋒、邱

耀初與與范秉航(2005)以其調查之前的3個月股票投資績效(受訪時間2003年12月8日至19日)，發現女性相對低於男性，本文以調查之前的6個月股票投資績效(調查期間2010年8月1日至8月31日)，亦得到相同的結論，由於女性有較多的心理偏誤傾向(例如處置效應)，使得女性的投資績效常低於男性。

值得注意的是，本文問卷調查期間，恰逢金融海嘯之後的股市上漲行情，這段期間台灣加權股價指數已從3955點大幅上漲至8200點，在居高思維下，投資經驗較久的投資人反而趨於謹慎保守，沒有較佳的投資績效，反映在分析結果上為負相關。

至於投資人的買賣時機也會影響到投資績效的表現，呈正向關係。投資人的買賣策略，若依自己設定的價格買進，不追高殺低，會有較高的報酬。

表8 投資人特質、投資習性與投資績效的迴歸分析

自變數	未標準化係數		t值	P值
	B 估計值	標準誤		
常數項	4.140	.474	8.729	.000***
年齡	.287	.082	3.511	.001***
性別	.299	.110	2.712	.007***
投資經驗	-.323	.061	-5.318	.000***
教育程度	-.083	.094	-.885	.377
下單方式	-.036	.070	-.509	.611
選股依據	-.008	.046	-.169	.866
買賣時機	.010	.060	1.765	.069**
持股時間	.065	.048	1.353	.177

註:<sup>\*</sup>p<0.1 <sup>\*\*</sup>p<0.05 <sup>\*\*\*</sup>p<0.01

## 五、投資人心理偏誤與投資績效的關聯性

本文結合目前文獻上已提出的處置效應、經驗效應、自信程度等三項，以及本研究採因素分析法得到的依賴資訊心理、依賴主力心理、過度謹慎心理與依賴媒體心理等四項，共七項心理偏誤為自變數，投資績效為應變數，進行迴歸分析。

表9 為投資人心理偏誤與投資績效的迴歸分析結果，歸納如下：

- (一)投資人的處置效應與投資績效呈正向關係，處置效應越強烈，投資績效越高。本研究問卷調查期間，正值台股指數大漲期間，處置效應越強烈的投資人，越不會出售賠錢股票，所以，即使在金融海嘯期間股票套牢，仍然不願意賣出，當風暴後，股市強力上漲，昔日賠錢股票紛紛上揚並解套，甚至出現獲利。此結果，或許導致處置效應高的投資人，反而有較高的報酬。
- (二)投資人的自信程度與投資績效有強烈的負向關係。由於自信程度較高的投資人，會堅信自己對某支股票的股價判斷，較不願意理會別人的意見，並呈

現過度交易的行爲(Gervais and Odean,2001)，反而，導致不佳的報酬，使得過度自信越高的投資人有較低的投資績效，過度自信越低的投資人有較高的投資績效。

- (三) 投資人的依賴資訊心理因素與投資績效有顯著的正向關係。由於資訊不對稱的存在，常會影響投資報酬，所以，重視與投資有關的資訊投資人，享有較高的投資利潤。
- (四) 投資人的依賴主力心理因素與投資績效有顯著的負向關係，越依賴主力動向而進行投資決策的投資人，有較低的投資績效，相反的，越不依賴主力動向而自己進行投資分析決策的投資人，有較高的投資績效。

表9 投資人心理偏誤與投資績效的迴歸分析

自變數	未標準化係數		t值	P值
	B 估計值	標準誤		
常數項	4.592	.553	8.308	.000***
處置效應	.121	.062	1.963	.050**
經驗效應	.061	.065	.946	.345
自信程度	-.149	.071	-2.096	.037**
依賴資訊心理	.170	.077	2.222	.027**
依賴主力心理	-.180	.110	-1.630	.100***
過度謹慎心理	-.070	.088	-.793	.429
依賴媒體心理	-.083	.090	-.921	.358

註: \*p<0.1 \*\*p<0.05 \*\*\*p<0.01

## 伍、結論

近年來，行為財務學者常以實驗或投資人的交易資料進行實證分析，陸續發現投資人有處置效應、經驗效應與過度自信等諸多心理偏誤，並探討這些心理偏誤對投資績效的影響性。本研究嘗試以另一種實證方法即問卷調查法，來發掘投資人潛在的心理偏誤，並結合投資人的特質、投資習性與這些心理偏誤，觀察其對投資績效的影響性。

根據實證的結果，發現投資人的心理偏誤，除了傳統上已被證實的處置效應、經驗效應與過度自信外，尚有依賴資訊心理、依賴主力心理、過度謹慎心理與依賴媒體心理等偏誤。進一步觀察投資人的特質對投資習性與心理偏誤的影響，得到投資人的性別、年齡、投資經驗與教育程度，在投資習性與心理偏誤上有顯著的差異，研究結果歸納如下：

- (1)女性的處置效應較男性明顯，並且不論男性或女性都有依賴主力的心理傾向。反映在投資習性上，男性有偏向自己分析選股、持股時間較短；女性則有依賴投顧、證券公司、報章雜誌等管道選股、持股時間較長等習性。
- (2)年齡越大越容易有經驗效應、過度謹慎，以及越有不依賴主力動向投資的心理傾向，反映在投資習性上則是趁股價下跌時買進、現場下單等行爲。

(3) 投資經驗越久的投資人越具有經驗效應，在投資習性上則偏向於長期持股等。投資經驗越少的投資人越有依賴資訊的心理偏誤，在投資習性上則偏向於網路下單、短線操作等。

(4) 學歷越高越不具有經驗效應，但卻具有過度謹慎的心理傾向，反映在投資習性上，學歷越高越偏向於依自己設定的價格買進；學歷越低越具有經驗效應，有趁股價下跌時買進等投資習性。

至於在投資績效的表現上，投資人的特質、投資習性與心理偏誤對投資績效均有強烈的影響力。男性比女性有較佳的績效；年齡、買賣時機、處置效應、依賴資訊心理與投資績效呈正向關係；投資經驗、自信程度、依賴主力心理與投資績效呈現負向關係。

人的心理偏誤其實是與生俱來，這是人類必須面對的挑戰之一，唯有持續深入的了解，才能克服人們偏誤的行為。本研究的實證結果發現，人的心理偏誤會因不同特質而存有明顯的差異，此結果，對於行為財務學在以人的非理性假設基礎下發展，有更重要的意涵。值得注意的是，本文發現掌握資訊程度的多寡與投資績效有顯著的正向關係，過度依賴主力的心理則與投資績效有顯著的負向關係。因此，比較起一味追逐主力動態的作法，了解與追蹤資訊的脈絡不僅能有效提升績效，也能減低股價的過度波動所帶來對資本市場的傷害。

## 參考文獻

- 許光華與林秉璋(2005)，「散戶投資人處分效果之研究—考量公司市場價值下之實證結果」，管理學報，第 22 卷第 1 期，85-107。
- 黃劍鈺(2006)，「台灣股市投資人處分效果之探討—考量資訊揭露、股票風險與投資人情緒之實證研究」，國立台灣科技大學財務金融研究所未出版碩士論文。
- 郭敏華(2004)，「代表性偏誤與經驗效應之探討」，貨幣觀測與信用評等，第 49 期，66-75。
- 郭敏華、邱耀初、郭迺鋒與周鈺凱(2004a)，「出盈保虧很普遍嗎？-台灣投資人風險傾向之研究」，第八屆財金理論與實務研討會，朝陽科技大學。
- 郭敏華與張瑞芬(2004)，「投資人出盈保虧行為偏誤之探討--臺灣與美國股市之比較」，東海管理評論，第 6 卷第 1 期，31-49.
- 郭敏華、郭迺鋒、邱耀初與范秉航(2004)，「性別與投資行為：以台灣股票市場為例」，財務金融學刊，第 13 卷第 2 期，1-28。
- Barber, B. and T. Odean (1999), “The Courage of Misguided Convictions,” *Financial Analysts Journal*, Vol. 55, 41-55.
- Barber, B. and T. Odean (2000), “Trading in Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors,” *Journal of Finance*, Vol.55, 773-806.
- Benos, A.V. (1998), “Aggressiveness and Survival of Overconfident Traders.”

- Journal of Financial Markets*, Vol. 1, 353-383.
- Beyer, S. and E. M. Bowden (1997), "Gender Differences in Selfperceptions :Convergent Evidence from Three Measures of Accuracy and Bias , " *Personality and Social Psychology Bulletin*, Vol. 23, 157-172.
- Bliss, T. and M. Potter (2001), " Mutual Fund Managers: Does Gender Matter? " Crowell Memorial Prize paper competition selected submissions, 1-23.
- Daniel, K., D. Hirshleifer and A. Subrahmanyam( 1998 ), " Investor Psychology and Security under and Overreactions , " *Journal of Finance*, Vol.53 , 1839-1886.
- De Bondt, W. and R. Thaler( 1995 ), " Does the Stock Market Overreact? " *Journal of Finance*, Vol.40 , 793-805.
- 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*, Vol.55, 43-67.
- Kahneman, D. and A. Tversky (1979), "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk , " *Econometrica*, Vol.47, 263-291.
- Kahneman, D. and A. Tversky (1982), "Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases , " New York: Cambridge University Press, 335-351.
- Maital, S., R. Firer, and J. Simon (1988), "What do People Bring to the Stock Market (besides Money)? The Economic Psychology of Stock Market Behavior. " In B. Gilad and S. Kaish. Eds, *Handbook of Behavioral Economics*, Vol.B., Greenwich, CT: JAI Press, 273-307.
- Odean, T. (1998), "Are Investors Reluctant to Realize Their Losses , " *Journal of Finance*, Vol.53, 1775-1798.
- Shefrin, H. and M. Statman (1985), "The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence," *Journal of Finance*, vol. 40, 777-790.
- Shiller, R. J. (2000), "Irrational Exuberance," Princeton: Princeton University Press.
- Shefrin, H.(2001), "Behavioural Finance I , II , III," Edward Elgar.
- Thaler, R. (1981), "Some Empirical Evidence on Dynamic Inconsistency , " *Economics Letters*, Vol.8, 201-207.
- Thaler, R. and E. Johnson (1990), "Ganbling with the House Money and Trying to Break Even: The Effects of Prior Outcomes on Risky Choice," *Management Science*, Vol.36, 643-660.
- Tversky, A. and D. Griffin (1992), " The Weighing of Evidence and the Determinants of Confidences," *Cognitive Psychology*, Vol.24, 411-435.
- Weber, M. and C. F. Camerer (1998), "The Disposition Effect in Securities Trading: An Experimental Analysis , " *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol.33, 167-184.