DOI: 10.6277/TER.2016.441.1

行為財務學文獻回顧與展望: 台灣市場之研究

王韻怡・池祥萱・周冠男*

本文回顧以台灣市場資料爲樣本的行爲財務學國內、外文獻, 依研究方向分爲行爲投資學與行爲公司理財。本文系統性的整理與分析以台灣資料探討行爲財務學相關議題的發展與成果, 進而指出未來可能的研究方向, 供後續研究者參考。

關鍵詞: 行爲財務學, 行爲投資學, 行爲公司理財
JEL 分類代號: G10, G30

1 前言

行爲財務學 (behavioral finance) 近年來在財務學領域受到的重視逐漸提高, 國內、外財務主流學術與實務期刊中, 與行爲財務相關的學術與實務研究數量大幅提升。傳統財務理論假設人們皆爲完全理性, 能對未來事件有不偏的預期, 進而制定預期效用極大的決策, 個體與群體的決策心理及行爲面的因素則幾乎完全被忽視。相反的, 行爲財務學則認爲人們的行爲受其個人特質、性格與心理的驅使, 個體間對金融市場或經濟體的狀況會有或同或異的「認知 (perception)」, 透過行爲與彼此間互動而反映在金融市場或經濟中 (周賓凰等, 2002)。

Shefrin (2002) 認爲行爲財務學相對於傳統財務學有三大不同看法, 第一項看法是行爲財務學認爲個人以過去資訊預測未來時會因爲捷思 (heuristic) 而出現認知偏誤。第二項看法是行爲財務學認爲不同的問題敘述方式

*作者分別爲逢甲大學財務金融學系副教授, 國立東華大學財務金融學系教授與國立政治大學財務管理學系教授。周冠男爲通訊作者。

經濟論文叢刊 (*Taiwan Economic Review*), 44:1 (2016), 1–55。
國立台灣大學經濟學系出版

臺灣大學學術期刊資料庫

會影響個人的決策行爲, 即框架相依 (frame dependence)。第三項看法是行爲財務學認爲市場是無效率的。

相較於已開發國家以機構投資人爲主的金融市場, 台灣金融市場以個人爲主的投資人結構, 加以文化、社會與制度規範的差異, 以及完整投資人細部交易資料的可得性等, 提供以台灣金融市場進行行爲財務學相關研究很好的立基點。而近年來, 確實已經有許多以台灣金融市場資料探討行爲財務學的投資與公司理財相關議題的研究發表於國內、外財務主流學術期刊。本文旨在回顧以台灣金融市場爲研究對象, 探討行爲投資與行爲公司理財議題相關的國、內外文獻, 藉以了解以台灣資料探討相關議題的主要發展與成果, 進而指出未來可能的研究方向, 供後續研究者參考。據我們所知, 本文是第一篇純粹整理以台灣市場爲研究對象, 探討行爲財務學研究的回顧論文。[1]

2 行為投資學

由於過去已有國內、外文獻針對行爲財務學與傳統財務的差異、效率市場以及衆多難以解釋的異象等主題進行完整的分析與回顧 (例如, 周賓凰等 (2002); Subrahmanyam (2007)), 本節的目的即不在於提供完整的行爲財務學相關主題探討, 例如效率市場或風險因素解釋的回顧, 因爲這樣做將與現有文獻重複, 並可能使得本文的主題過於龐大與失焦。因此我們只針對以台灣市場資料爲樣本的相關文獻, 依據其主題將其歸納整理。過去以台灣金融市場資料探討行爲財務學且與投資學議題相關的國、內外文獻, 大致可以歸納與以下幾個主題相關, 分別爲: (1) 過度自信 (overconfidence); (2) 處分效果 (disposition effect); (3) 私房錢效果 (house money effect); (4) 投資人情緒 (investor sentiment); (5) 從衆行爲 (herding)。以下將依照上述五個主題依序回顧與探討, 並將無法歸納入上述五個主題的相關研究納入 (6) 其他。

2.1 過度自信 (overconfidence)

過度自信指的是人們高估自己的知識、能力與取得資訊精確度的傾向, 或

[1]作者感謝評審委員的建議。

臺灣大學學術期刊資料庫

者對於自己控制事情、解讀資訊的能力過度樂觀。[2] 許多心理學文獻指出人們有控制幻覺 (March and Sharpia, 1987; Kahneman and Lovallo, 1993; Lovallo and Kahneman, 2003) 與自我歸因偏誤 (Daniel, Hirshleifer, and Subrahmanyam, 1998; Hilary and Menzly, 2001) 的傾向。[3]

控制幻覺通常以樂觀表示外生的出象 (Milburn, 1978; Weinstein, 1980), 即以樂觀描述對外生事件信念的偏誤; 自我歸因偏誤則以自信表示與技能相關的出象 (Langer, 1975), 即以過度自信描述自我評估的偏誤。Lichtenstein, Fischhoff, and Phillips (1982) 指出當人過度自信時容易高估自己的判斷力, 而產生價值的誤判。過度自信被行爲財務學家認爲是關於判斷的心理方面最禁得考驗的發現 (De Bondt and Thaler, 1995)。過度自信可以說是被用來解釋各種人們財務決策行爲與金融現象最爲廣泛的觀念之一。以下對過度自信造成財務決策偏誤的研究做一概述。

2.1.1 過度自信與過度交易

金融市場的過度交易 (excess trading), 在傳統財務學裡一直被視爲難以解釋的現象。許多文獻認爲人們的過度自信是導致金融市場過度交易的主要因素之一 (De Bondt and Thaler, 1995; Kyle and Wang, 1997; Odean, 1998a)。

Barber and Odean (2000) 分析美國超過六萬個來自折扣經紀商的投資人交易帳戶, 發現美國個人投資者的年週轉率超過75%, 而且扣掉交易成本後, 週轉率越高的投資者其績效反而越差, 顯示對於個人投資者來說, 頻繁交易是有損於其財富的。Barber and Odean (2000) 指出導致個人投資者績效不佳卻仍頻繁交易的重要因素即爲過度自信, 過度自信的投資人因高估自有資訊的精確度, 進而高估經由交易帶來的利得, 而造成過度交易行爲。

Barber and Odean (2000) 雖然透過投資者實際交易資料推論過度自信是導致過度交易的主要因素, 但嚴格來說並未提供兩者關係的直接證據。

[2]文獻上對於過度自信與過度樂觀不易區分, 本文3.1節會有進一步的說明。

[3]其他如優於平均 (better than average)、定位 (anchoring)、不足調整 (insufficient adjustment) 與過度樂觀 (excess optimistic) 等亦是過度自信的可能來源 (Ackert and Deaves, 2010)。

臺灣大學學術期刊資料庫

Glaser and Weber (2007) 進一步使用德國線上折扣經紀商帳戶的交易資料和該群投資人的問卷資料進行分析, 其研究發現認爲自己交易技術優於平均的投資人會積極交易, 顯示過度自信和過度交易有高度的關聯性。

Barber et al. (2009) 以台灣股票市場所有投資人的完整交易資料爲研究對象, 探討台灣股票市場投資人的交易損益。相較於過去文獻 (Barber and Odean, 2000) 使用特定折扣經紀商的投資人交易資料, Barber et al. (2009) 以包含整體市場投資人且可清楚區分個人與機構投資者的完整交易資料進行分析, 可提供完整與更具說服力的實證證據。除此之外, 相較於歐美金融市場, 台灣股票市場以個人投資者爲主的投資人結構以及高週轉率的市場特性, 提供探討上述議題很好的立基點。[4] Barber et al. (2009) 研究發現台灣股票市場個人投資人顯著損失, 而機構投資人則是獲利; 個人的損失來自於積極的交易, 而積極與被動的交易皆使機構投資人獲利。他們進一步認爲導致台灣個人投資者損失卻仍持續頻繁交易的原因, 可能爲投資人過度自信與交易的娛樂效果 (entertainment)。[5]

台灣金融市場的投資人尚有一個值得關注的特性, 即是以短線交易居多, 例如 Barber et al. (2009) 的研究期間平均約有23%的交易者其交易爲當沖交易 (day trading)。Kuo and Lin (2013) 利用完整台灣期貨市場投資人交易資料, 探討台灣期貨市場當沖交易者是否具有過度自信偏誤。有別於其他文獻以事後 (ex post) 方式定義當沖交易者, Kuo and Lin (2013) 利用台灣期貨市場允許投資人於下單時表明當沖交易, 即可享有50%初始保證金 (initial margin) 折扣的優惠措施, 以事前 (ex ante) 方式定義當沖交易者。[6] 文獻以事後 (ex post) 方式定義當沖交易者時, 可能面臨無法清楚分辨交易動機的問題, 畢竟相同的交易行爲可能源自於不同的交易動機 (例如, 流動性需求 (liquidity needs) 以及投資組合重整 (portfolio rebalancing) 等)。而以事前 (ex ante) 方式定義當沖交易者, 可較爲清楚確認其交易動

[4]在 Barber et al. (2009) 研究的樣本期間, 個人占所有投資人的比重約爲89.5%, 年週轉率約爲 294%。

[5]Barber et al. (2009) 指出許多台灣個人投資人將股票市場視爲類似賭博交易的娛樂活動。

[6]以事後 (ex post) 方式定義當沖交易者, 例如 Barber et al. (2009) 以實際交易資料, 定義同一交易者在同一日同時買與賣相同股票, 即爲當沖交易者。

臺灣大學學術期刊資料庫

機即爲當沖交易。

台灣期交所規定交易者若表明爲當沖交易享有保證金折扣時, 有義務必須於該日收盤前結束該部位, 導致其除了面臨市場風險外亦須承擔相當高的清算風險 (liquidation risk)。Kuo and Lin (2013) 認爲會從事這類當沖交易的投資者可能是有資訊的交易者或非常有自信地認爲自己擁有資訊的過度自信交易者。若實證結果發現這類當沖交易者是獲利的, 則支持其爲有資訊的交易者; 反之, 則支持其爲過度自信交易者。他們的實證結果顯示, 這些當沖者的交易多造成顯著損失, 結果支持台灣期貨市場的當沖交易者具有過度自信偏誤的推論。

以上文獻主要利用投資人實際交易資料, 計算投資人實際交易損益後, 透過投資人交易績效差卻又頻繁交易的現象, 推論這些投資人具有過度自信。下一節我們將回顧以過去報酬與後續交易活動關係來檢定過度自信的相關文獻。

2.1.2 檢定過度自信

許多文獻爲解釋金融市場上過度交易的現象, 建構與投資者過度自信相關的理論模型 (Kyle and Wang, 1997; Daniel, Hirshleifer, and Subrahmanyam, 2001; Gervais and Odean, 2001)。Gervais and Odean (2001) 的模型描述過度自信交易者在經歷正的報酬後會增強其自信程度, 並進而增加其後續交易活動, 使得市場價格上升後常伴隨更爲積極的交易活動。Gervais and Odean (2001) 的模型提供後續實證研究一個重要的過度自信檢定方式, 即利用過去報酬與後續交易活動的關係來推論過度自信是否存在。[7]

Statman, Thorley, and Vorkink (2006) 利用 Gervais and Odean (2001) 模型的意涵來檢定美國股票投資人是否有過度自信的行爲, 研究發現美國股票市場的週轉率與過去幾個月的市場報酬呈現顯著的正向關係, 顯示過度自信是美國股票市場投資人呈現的整體現象。Lin (2005) 以台灣股票市

[7]從另一個觀點來看, 2.1.1 節的文獻是以事後報酬推論投資人的過度自信, 而2.1.2 節的文獻則是以事前報酬推論投資人的過度自信。作者感謝評審委員的建議。

臺灣大學學術期刊資料庫

場資料探討此議題, 結果顯示台灣股票市場投資者在市場價格上升後會更頻繁的交易, 亦支持過度自信是台灣股票市場投資人呈現的整體現象。

Chuang and Susmel (2011) 利用過去報酬與後續交易活動的關係, 探討個人投資者與機構投資者何者較爲過度自信。他們檢驗台灣股票市場低機構持股的股票在經歷正報酬後, 後續週轉率是否較高機構持股的股票爲高。結果顯示低機構持股相較於高機構持股的股票, 在正報酬後會有較高的週轉率, 提供個人投資者較爲過度自信的實證證據。此外, 其結果亦支持個人投資者相對機構投資者在經歷正報酬後, 會交易風險較高的股票。

隨著國際經濟體的漸趨整合以及投資者多角化投資的需求, Chuang, Lee, and Wang (2014) 認爲外國的報酬也會影響投資者的交易行爲。除了本國的過去報酬影響外, Chuang, Lee, and Wang (2014) 進一步加入美國市場的影響, 探討是否美國與本國市場的獲利會使投資者後續交易更積極。他們以亞洲十個國家的資料檢驗亞洲投資者的過度自信行爲。和台灣相關的實證結果顯示, 整體而言美國股票市場的獲利不會使台灣股票市場的投資者後續交易更爲積極, 僅有台灣股票市場的獲利對台灣股票市場投資者後續的交易活動有影響。若進一步針對美國股票市場的極端報酬, 則會使台灣股票市場投資者後續交易更爲積極。

Chow et al. (2011) 探討台灣股票型共同基金經理人的過度自信行爲, 研究結果發現基金績效越高其下期交易越多, 而且此一現象有損其後續交易績效。其結果顯示台灣股票型共同基金經理人爲過度自信。

上述文獻利用市場資料 (market-level data) 檢驗過去報酬與後續交易活動的關係來探討整體市場的過度自信行爲。Glaser and Weber (2009) 發現投資者在經歷自身投資組合的正報酬後, 後續會買高風險的股票, 而此現象並不存在於投資者經歷整體市場的正報酬後。Glaser and Weber (2009) 指出會影響投資者過度自信程度的應該是其自身的交易獲利而非市場整體獲利。不同於過去文獻, Chou and Wang (2011) 以投資者實際交易資料, 檢驗其自身交易報酬與後續交易活動的關係, 來探討台灣期貨市場投資者的過度自信行爲。除了以交易量衡量後續交易活動外, Chou and Wang (2011) 進一步以量化的下單積極性指標, 探討投資者獲利後交易是否更爲積極。結果顯示本國機構與個人投資者在經歷自身的交易獲利後, 會增加

臺灣大學學術期刊資料庫

後續交易量與下單積極性, 而外資機構與期貨自營商則無此現象。

相較於上一節文獻, 由投資人交易績效差卻又頻繁交易的現象, 推論投資人具有過度自信的現象, 本節文獻進一步利用過去報酬與後續交易活動關係檢定過度自信。由整體市場或個人過去報酬與後續交易活動關係的實證結果, 顯示台灣股票與期貨市場投資人以及基金經理人獲利後會增強其後續交易活動, 支持其具有過度自信的現象。

2.1.3 其他台灣金融市場過度自信相關研究主題

台灣股票市場一直存在許多非理性的投資行爲, 除權行情即是非理性的投資行爲之一。許光華, 陳文華, 與黃嘉慧 (2004) 利用 Daniel, Hirshleifer, and Subrahmanyam (1998) (DHS) 模型中探討私有資訊與公開資訊對投資人心理所產生的影響, 進而影響股市的分析模式, 探討台灣股票市場投資人對於公司除權行情資訊是否具有過度自信的現象存在。研究結果顯示, 台灣股市的投資人, 對於除權行情的看法會隨著多空市場的不同而有顯著的變化; 在多頭市場中投資人相對於除權行情呈現出過度自信的現象, 而在空頭市場中則發現投資人有自信不足的現象。

另一個常被提到會影響過度自信的因素是性別, 兩性在文化、社會與經濟活動所呈現的異同, 是社會科學研究的重要議題。Barber and Odean (2001) 研究美國股票市場投資人實際交易資料, 發現男性投資人交易較女性投資人頻繁, 但績效卻較差, 因此認爲男性投資人較女性投資人過度自信是導致此現象的原因。郭敏華等 (2005) 針對台灣股票市場投資人進行問卷調查分析, 實證發現女性投資人持樂觀態度的比重顯著低於男性, 自信程度也較男性爲低。

劉永欽與洪榮華 (2006) 以證商預測大盤的資料計算自信分數, 直接衡量證券商對股價指數預測的自信程度, 並觀察過度自信與短期交易量的關係。整體而言, 20 家樣本券商對大盤的預測有過度自信的現象。值得注意的是, 券商雖過度自信, 但其自營部未必增加交易量: 對看漲過度自信時反而少買, 看跌時卻多買少賣, 預期盤整時則傾向出售。上述結果與過去文獻認爲過度自信會增加交易量的預期不符, 作者認爲可能是券商雖因過度自信以致預測不準確, 但其專業可以使其即時調整後續交易策略所致。

臺灣大學學術期刊資料庫

總結來說, 過去以台灣金融市場爲研究對象探討過度自信的相關文獻大多環繞在各種市場投資人是否存在過度自信的現象。其他議題例如探討過度自信發生的原因、產生的影響以及過度自信與台灣金融市場上許多現象或非理性投資行爲的關聯性等, 皆是未來可以值得再深入探討的課題。除此之外, 在如何量化過度自信方面, 國內、外文獻都還在相當初階的階段, 然而這是進行過度自信相關實證研究的重要前提, 也是未來重要的研究發展方向。

2.2 處分效果 (disposition effect)

處分效果是指投資人存在太早實現獲利部位而持有損失部位太久的現象, 最早由 Shefrin and Satman (1985) 提出, 而 Kahneman and Tversky (1979) 的展望理論 (prospect theory) 則常被用來解釋此現象。[8] 根據展望理論, 投資人在獲利時呈現風險趨避的傾向、損失時則是呈現風險愛好, 而使得投資人產生急於出售手中的利得而繼續持有損失部位的現象。自從 Shefrin and Satman (1985) 以後, 許多學者投入投資人是否具有處分效果的相關研究 (Odean, 1998b; Weber and Camerer, 1998; Grinblatt and Keloharju, 2001; Garvey and Murphy, 2004)。許多研究也確實發現投資人的交易行爲存在處分效果。例如, Odean (1998b) 分析美國約1萬個投資人的實際交易資料, 實證結果發現美國股票市場投資人實現利得的比率顯著大於實現損失的比率。但是美國由於對資本利得課資本利得稅, 因此在12月投資人基於實現損失用於抵稅的稅賦考量, 則不存在處分效果現象。

台灣由於不需課徵資本利得稅, 可大幅降低稅負考量對投資者賣出行爲的影響, 而可以更清楚的探討與投資者處分效果相關的議題。近年來, 已經有許多文獻開始以台灣金融市場爲研究對象, 探討台灣金融市場投資者是否具有處分效果。以下我們將回顧以台灣金融市場爲研究對象, 探討與處分效果相關的文獻。

[8] 行爲理論中的平均數復歸 (mean reversion) 與避免後悔 (regret aversion) 等亦是可能導致處分效果的原因 (Odean, 1998b)。

臺灣大學學術期刊資料庫

2.2.1 處分效果與投資人特性

Shu et al. (2005) 利用來自某一券商的投資人交易資料, 探討台灣股票市場投資人的處分效果。其實證結果發現, 台灣投資者實現獲利的比率是實現損失的2.5倍, 而 Odean (1998b) 的研究中美國投資者實現獲利的比率僅爲實現損失的1.5倍, 顯示台灣股票市場投資者呈現比美國投資者更強的處分效果。Shu et al. (2005) 認爲東西文化的差異是導致此結果的主要原因, 例如, 台灣投資者有較強的平均數復歸 (mean reversion) 信念。

值得注意的是, 在股票特徵部份, 高報酬低價股投資組合以及低報酬高價股投資組合是呈現逆處分效果 (reverse disposition effect)。在投資人特性方面, 保證金交易的投資者有較弱的處分效果, 而年長的女性呈現較強的處分效果。郭敏華等 (2005) 以問卷調查方式, 亦發現女性投資者有較男性投資者更明顯的處分效果, 顯示女性的投資決策較易受到過去賺賠錢的經驗影響。

不同於 Shu et al. (2005) 僅限於單一券商投資人的交易資料, Barber et al. (2007) 以整體台灣股票市場投資人爲研究對象, 結果發現整體而言台灣股票市場約有84%的投資人較爲傾向實現獲利。進一步區分不同交易者類型, 結果顯示個人和本國機構投資人具有處分效果, 外資和共同基金則無。

在期貨市場方面, Li et al. (2013) 分析整體台灣期貨市場投資人的交易資料, 探討不同類型交易者的處分效果, 結果顯示個人和外資呈現處分效果, 而自營商則無。此外, Li et al. (2013) 指出個人投資者的處分效果有平均數復歸的現象, 即上一期高的處分效果將伴隨下一期低的處分效果。Chou, Wang, and Yan (2010) 亦分析整體台灣期貨市場投資人的交易資料, 探討性別、年齡、交易的資產、市場狀態與個人投資者處分效果的關係。其結果顯示年長的女性相較於年輕的男性、交易金融期貨相較於電子期貨、多頭相較於空頭時, 個人投資人有較強的處分效果。

綜合以上文獻, 處分效果存在於台灣股票與期貨市場, 在性別與年齡的投資人特性方面, 年長的女性相較於年輕的男性有較強的處分效果; 在投資者類別方面, 個人有較顯著的處分效果。

臺灣大學學術期刊資料庫

2.2.2 處分效果與強化承諾

處分效果爲投資者急於實現獲利而不實現損失, 描述的是投資者賣出的決策。而強化承諾 (escalation of commitment) 則是對於損失的投資專案, 投資人不但不放棄, 還會繼續投入資源到該專案。傳統理性假設的財務理論認爲人們的決策不應受到沉沒成本 (sunk cost) 的影響, 行爲財務學理論則認爲人們的決策確實受到沉沒成本的影響 (Laughhunn and Payne, 1984; Thaler, 1980; Thaler and Johnson, 1990)。Arkes and Blumer (1985) 指出決策者通常不願承認自己的錯誤, 想要收回沉沒成本可能是導致管理者強化承諾的原因。池祥萱, 林煜恩, 與周賓凰 (2009)、林煜恩與池祥萱 (2013)、Lin, Fang, and Chih (2014) 以台灣股票型共同基金爲研究對象, 探討基金經理人的買進與賣出決策是否存在強化承諾與處分效果的現象。

池祥萱等 (2009) 的研究結果發現, 僅有部份的基金經理人具有處分效果或強化承諾的現象, 而同時具有這兩種偏誤的基金會使基金績效更加惡化。處分效果與強化承諾確實是不同的行爲偏誤, 且強化承諾現象對共同基金的負面影響更大。規模較大、成立較久的共同基金較不會有處分效果或強化承諾的現象。

由於基金經理人可能執行反向操作策略 (買進過去輸家股票與賣出贏家股票), 如果基金經理人執行反向操作策略也會呈現強化承諾與處分效果的現象。林煜恩與池祥萱 (2013) 進一步控制基金經理人投資策略後, 發現處分效果與強化承諾對共同基金績效的負面影響依然存在。

林美珍與馬麗菁 (2012) 則只針對處分效果, 探討影響台灣共同基金經理人交易行爲的因素。研究發現台灣共同基金經理人於賠錢股票中實現損失之比率, 比賺錢股票中實現利得之比率高出4.73%, 顯示整體而言台灣股票型基金經理人並無處分效果, 此結果池祥萱等 (2009) 一致。林美珍與馬麗菁 (2012) 進一步發現影響基金經理人買賣決策的前三大因素爲, 持有股票當季報酬率變異數、負債比率, 以及該基金本身之當季週轉率, 顯示持股風險與交易成本爲台灣共同基金經理人進行買賣決策之重要考量因素。

綜合以上文獻, 平均而言台灣基金經理人並無處分效果與強化承諾的現象。針對部份具有處分效果與強化承諾的經理人進一步分析, 則顯示處

臺灣大學學術期刊資料庫

分效果與強化承諾對交易績效有負面的影響。

2.2.3 其他台灣金融市場處分效果相關研究主題

上述以台灣金融市場爲研究對象的文獻有一個共同點, 即是皆以 Odean (1998b) 實現利得與實現損失的概念來衡量處分效果。[9] Odean (1998b) 的衡量方式是普遍被使用來衡量處分效果的方法, 但文獻中仍有許多不同衡量處分效果的方式, 一方面因應不同探討主題的需求, 二方面不同的衡量方式可以捕捉不同面向的處分效果而彌補 Odean (1998b) 方式的不足。以下我們將回顧以台灣金融市場爲對象, 以不同方式衡量處分效果的相關議題與實證結果。

文獻上另一個常見的方式是以持有期間 (duration) 衡量處分效果 (Shefrin and Satman, 1985; Garvey and Murphy, 2004; Locke and Onayev, 2005), 處分效果描述投資人太早實現獲利部位與持有損失部位過久 (hold losing investments too long and sell winning investments too soon) 的現象, 因此可透過衡量獲利部位與損失部位的持有期間檢定處分效果, 若獲利部位的持有期間顯著較損失部位的持有期間爲短, 則支持存在處分效果。Chou, Wang, and Yan (2010) 以獲利部位與損失部位的持有期間探討台灣期貨市場所有交易人的處分效果行爲, 實證結果發現個人投資者的處分效果最強, 其次是本國機構投資人, 外資則無。其結果亦發現個人投資者的交易經驗會降低處分效果, 以及呈現越強的處分效果其後續績效越差。許光華與林秉瑋 (2005) 則是以 Weber and Camerer (1998) 的處分係數衡量台灣股票市場散戶投資人的處分效果, 實證結果支持台灣個人投資者具有處分效果, 且12 月與 1、2 月的處分效果較其他月份爲強。

在探討基金市場是否存在處分效果方面, 大部分文獻探討基金經理人 (例如, 池祥萱等 (2009); 林煜恩與池祥萱 (2013)), 而李建興, 沈中華, 與顏碧霞 (2010a) and 李建興, 沈中華, 與顏碧霞 (2010b) 是少數探討基金投資人處分效果的文獻。李建興, 沈中華, 與顏碧霞 (2010a) 探討從衆贖回與非從衆贖回下基金投資人的處分效果, 由於沒有資料庫提供個別基金投資人持有基金的資料, 以致作者無法計算基金投資人賣出贏家基金與賣出輸家

[9] 郭敏華等 (2005) 除外, 其是以問卷調查方式。

臺灣大學學術期刊資料庫

基金的比率, 作者嘗試以「贖回」贏家基金與輸家基金統計上的顯著程度的差異來加以驗證。作者發現在非從衆贖回時存在文獻常見的處分效果, 但是在從衆贖回時則是「贖回輸家比率更低」的處分效果。延續李建興, 沈中華, 與顏碧霞 (2010a) 衡量處分效果的方式, 李建興, 沈中華, 與顏碧霞 (2010b) 探討在不同基金風險狀態下, 基金投資人是否發生不同型態的處分效果。其結果顯示基金風險狀態將產生不同型態的處分效果。

許多研究文獻提到處分效果會增加市場交易量 (Statman, Thorley, and Vorkink, 2006; Barber et al., 2007; Griffin, Nardari, and Stulz, 2007), Chou and Wang (2011) 透過投資人部位損益與後續買、賣量與下單積極性的關係檢驗處分效果。如果投資者具有處分效果, 持有獲利多 (空) 部位的投資者, 爲了盡速實現其獲利, 會積極賣出 (回補) 其多 (空) 部位。Chou and Wang (2011) 以完整台灣期貨市場所有投資人實際交易資料進行分析, 實證結果發現台灣期貨市場個人投資者具有處分效果。

總結來說, 過去在台灣的股票、基金與期貨市場等已有許多文獻探討投資人或基金經理人是否傾向實現獲利而不實現損失。但仍有許多值得再深入探討的問題, 例如: (1) 台灣由於不存在資本利得稅, 各月份的處分效果應該沒有顯著差異, 但是許光華與林秉瑋 (2005) 的實證結果卻發現12月與1、2月的處分效果反而較其他月份爲強, 導致此結果背後的因素值得再深入探討。(2) Shu et al. (2005) 發現特定特徵的股票投組存在逆處分效果, 其背後的因素亦值得深入探討。(3) 文獻多探討處分效果對投資人的影響, 處分效果對整體金融市場的影響相對較少被探討。(4) 雖然展望理論是文獻上常用來解釋處分效果的主要因素, 但導致處分效果的原因仍有許多值得再被深入探討的空間 (Barberis and Xiong, 2009)。

2.3 私房錢效應 (house money effect)

Kahneman and Tversky (1979) 提出的展望理論所討論的主要是單一賭局的選擇, 但是個人實際上常常是面對多個賭局的選擇。譬如在兩期以上的情境, 前期的損益狀況可能影響參考點, 進而衝擊決策者的風險態度。

Thaler and Johnson (1990) 認爲投資者承擔風險的意願會受到之前交易結果的影響, 如果之前的交易是利得, 會增加投資人後續承擔風險的意

臺灣大學學術期刊資料庫

願, 其稱之爲「私房錢效應」;[10] 如果之前的交易是損失, 會有兩種可能的結果: 投資人可能因爲想要賺回過去損失的金錢, 會更願意承擔風險, 其稱之爲「損益兩平效應」(break-even effect), 或是過去的損失使投資人更不願意承擔風險, 其稱之爲「蛇咬效應」(snake bite effect)。過去已有一些研究以台灣選擇權、股票與期貨市場爲研究對象, 探討投資人的交易結果與後續風險承擔的關係, 依序回顧如下。

Liu, Wang, and Zhu (2010) 利用台灣選擇權市場的造市者 (market maker) 實際交易資料, 探討之前交易結果與後續風險承擔的關係, 實證結果發現之前交易結果與後續風險承擔呈現顯著正向關係, 亦即台灣選擇權市場造市者的交易受到過去交易結果的影響, 過去的獲利會增加其後續的風險承擔。Hsu and Chow (2013) 則是以台灣股票市場個人交易者爲研究對象, 亦發現之前的獲利會增加後續的風險承擔, 顯示台灣股票市場個人投資者存在私房錢效應。

Huang and Chan (2014) 探討台灣期貨市場各類交易者是否存在私房錢效應與損益兩平效應。實證結果發現各類交易者早上的交易結果皆會影響其下午的風險承擔行爲, 但是各類交易者受到的影響型態不同。對於活躍的個人投資者來說, 經歷大的獲利後會呈現私房錢效應, 經歷大與小的損失後呈現損益兩平效應; 期貨自營商只有在早上經歷大的損失後才會呈現損益兩平效應; 而外國機構投資者只有在經歷小的獲利後呈現私房錢效應。Huang and Chan (2014) 並進一步檢驗各類交易者額外的風險承擔行爲對市場波動性與流動性的影響, 發現只有活躍的個人投資者在經歷早上大的損失後, 增加的額外風險承擔行爲會增加市場上的波動性與流動性, 而外國機構投資者與期貨自營商的額外風險承擔, 則對市場流動性與波動性沒有顯著影響。

綜合以上文獻, 台灣市場投資者的風險承擔行爲確實會受到之前交易結果的影響。嚴格來說, 截至目前探討的過度自信、處分效果、私房錢效應等皆與之前交易結果和後續風險承擔行爲有關。目前的實證研究大多僅探討單一或二個效應, 如何清楚釐清不同效應的影響, 或進一步探討不同效應間可能的關聯性等, 皆是未來值得深入探討的課題。

[10]又稱爲賭資效應。

臺灣大學學術期刊資料庫

2.4 投資人情緒 (investor sentiment)

心理學領域普遍認爲情緒對人類的決策判斷具有重要的影響, 行爲財務學假設人爲正常 (normal) 而非傳統財務學假設人爲完全理性, 因此越來越多研究探討情緒對人投資行爲的影響。投資人情緒一般泛指投資人心理對未來市場多空型態的主觀判斷, 所產生的市場參與者預期與信念。台灣金融市場的投資人結構由於以個人投資者爲主, 因此投資人情緒對金融市場及其投資行爲各方面的影響又更顯重要。

2.4.1 投資人情緒的衡量

文獻上提及的投資人情緒衡量變數衆多, Brown and Cliff (2004) 將衆多情緒變數歸類爲直接情緒與間接情緒指標兩類。直接情緒指標爲採用法人機構對投資大衆進行調查所建立的投資人情緒指數。例如, 以台灣來說, 有世新大學編製的「台灣股票投資人情緒指數」以及中央大學台灣經濟發展研究中心編製的「台灣消費者信心指數」等。間接情緒指標則是以市場資料間接捕捉投資人的情緒, 包括 (1) 市場績效變數、(2) 交易活動變數、(3) 衍生性金融商品變數以及 (4) 其他相關情緒變數等。[11] 除此之外, Baker and Wurgler (2007) 指出散戶的交易、市場週轉率、股利溢酬等也可做爲情緒變數。亦有文獻間接引用天氣、月光、日照等自然現象做爲情緒變數 (Saunders, 1993; Hirshleifer and Shumway, 2003; Yuan, Zheng, and Zhu, 2006)。

2.4.2 投資人情緒與報酬

DeLong et al. (1990) 的雜訊者交易模型描述雜訊交易者如何影響均衡股價, 由於雜訊交易者常常過度或不足反應資訊而使股價暫時偏離真實價值, 此時套利者基於投資者情緒變動的不可預測性以及潛在損失風險與一般

[11] 市場績效變數包括: 上漲股票家數除以下跌股票家數、ARMS 指標、創新高的股票家數除以創新低的股票家數。交易活動變數包括: 融資變動比率、融券變動比率、放空比率、專業會員放空比率與零股買賣比率。衍生性金融商品變數包括: SPX 期貨淨部位改變、賣權/買權比率、選擇權隱含波動率等。其他相關情緒變數則包括: 封閉型基金折價、共同基金淨贖回率、共同基金持有的現金部位、IPO 當日報酬以及 IPO 家數等。

臺灣大學學術期刊資料庫

風險趨避的態度等, 會選擇減少交易或被迫離開市場, 進而使得價格持續偏離。由於投資者的情緒是造成雜訊交易的非理性因素之一, 因此投資者情緒的方向和程度變化可能會影響均衡股價。

周賓凰, 張宇志, 與林美珍 (2007) 探討投資人情緒與台灣股票報酬的互動關係, 以市場週轉率、新股發行比和資券餘額比做爲情緒指標, 檢定情緒因子是否能解釋市場報酬。實證結果發現僅有市場週轉率顯著解釋市場報酬, 市場週轉率和下一期股價呈現負向關係。此外, 市場週轉率和資券餘額比受到基本面風險影響, 反映投資人並非完全不理性。蔡佩蓉, 王元章, 與張衆卓 (2009) 採用主成份分析法由多個情緒代理變數組合成一個情緒指標, 探討情緒對股票報酬的影響。[12] 結果發現當期情緒指標對當期股票報酬具有顯著的正向影響, 而前期情緒指標對當期股票報酬則爲顯著的負向影響。表示投資者當期具有較高 (低) 的情緒指標時, 反應當時投資者處於過於樂觀 (悲觀) 的狀態, 因而高 (低) 估當期的股價, 但下期股價即會修正。

Luo and Li (2008) 認爲期貨與選擇權市場由於具有價格發現的功能, 來自期權市場的投資者情緒可能會影響股票市場的投資者行爲。Luo and Li (2008) 以台灣期交所的選擇權資料計算賣買權比率 (put-call ratio) 作爲投資人情緒的衡量變數, 探討期權市場的投資者情緒對股票市場機構投資者交易行爲的影響。實證結果發現外國機構投資者在期權市場投資者情緒高漲時爲淨賣出者, 在期權市場投資情緒低落時是淨買入者, 顯示外國機構投資者具有擇時能力。

Chang, Hsieh, and Wang (2015) 探討台灣選擇權市場是否存在錯誤反應 (misreaction) 以及若存在, 是否受到投資者專業以及投資者情緒所影響, 研究發現整體市場平均而言, 台灣選擇權市場不存在錯誤反應。但若是進一步分析不同類型交易者, 發現個人投資者對資訊顯著地錯誤反應, 而此錯誤反應在高投資者情緒的期間更爲嚴重。其研究結果顯示, 投資者專業與投資者情緒會影響其資訊反應。

[12]情緒代理變數包括: 市場週轉率、初次上市櫃 (initial public offerings, IPO) 家數、IPO 報酬、新股發行比率、上漲家數除以下跌家數、ARMS 指標、創新高的股票家數除以創新低的股票家數、融資變動比率、融券變動比率與放空比率等。

臺灣大學學術期刊資料庫

綜合以上文獻, 台灣投資者情緒確實對股票、選擇權等市場報酬造成影響, 未來研究可朝向投資者情緒對市場超額波動、超額交易量以及不同類別投資人之交易行爲的影響等方面再深入探討。

2.4.3 投資人情緒與動能策略

關於動能策略 (momentum) 可以獲利的原因, 文獻上的討論大致可以分成二個方向, 一個方向是來自投資者並非完全理性, 將心理學中的保守主義、代表性偏誤等觀點結合, 認爲投資人對市場資訊反應不足而有短期動能效應 (Barberis, Shleifer, and Vishny, 1998)。另一個方向則認爲是投資者承擔了某種風險所導致, 例如預期報酬的橫斷面差異 (Conrad and Kaul, 1998)、總體經濟與景氣因子 (Chordia and Shivakumar, 2002) 等。

爲了解影響台灣股票市場動能策略報酬的來源, 李春安, 羅進水, 與蘇永裕 (2006) 探討投資人情緒與總體經濟對動能策略報酬的影響, 發現在台灣股票市場執行動能策略確實可以獲利, 平均而言情緒與總體經濟對動能策略報酬的解釋力並不強。但是當區分成只買入贏家組合或只賣出輸家組合的投資策略時, 投資人情緒及總體經濟則對報酬有預測效果。林哲鵬, 李春安, 與葉智丞 (2012) 則是針對投資人情緒, 觀察台灣股票市場是否存在情緒動能, 並探討情緒動能與價格動能之間的關聯性。結果發現, 情緒動能確實存在, 且市場報酬、情緒動能與價格動能之間彼此具有循環的關連性。台灣股市中短期的價格動能與低情緒輸家息息相關, 中期的價格反轉則與高情緒輸家密不可分。

2.5 從衆行為 (herding)

從衆行爲是一群人在一段時間內自主或非自主的採取和其他人相同的行爲模式, 此相同的行爲可能來自於人在社會群體認同的壓力下, 選擇放棄自己的意見, 採取和其他人相同的行爲, 亦有可能大家因相同的資訊或相同的偏好而呈現相同的行爲。因此, 過去探討從衆行爲的文獻多會探討出現從衆行爲背後的原因, 其可能來自不理性或理性的因素, 而由不同因素產生的從衆行爲的影響也可能不同, 以下我們將回顧研究台灣金融市場從衆行爲的相關文獻與實證結果。

臺灣大學學術期刊資料庫

過去文獻主要探討機構投資人的從衆行爲, 尤其是基金經理人的從衆行爲。過去研究認爲基金出現從衆現象的原因, 可能爲基於聲譽風險 (reputation risk) 的考量 (Scharfstein and Stein, 1990), 因爲共同的訊息而出現相同的投資行爲 (Froot, Scharfstein, and Stein, 1992), 由之前擁有較多資訊的投資者解讀出資訊並進而跟隨 (Bikhchandani, Hirshleifer, and Welch, 1992), 以及共同規避或偏好某種特質的股票而出現從衆現象 (Bikhchandani, Hirshleifer, and Welch, 1992)。許培基, 陳軒基, 與黃淑貞 (2005) 使用 Lakonishok, Shleifer, and Vishny (1992) 的從衆指標檢驗台灣基金經理人出現從衆行爲的原因, 實證結果支持上述四個因素皆可能是導致台灣基金經理人出現從衆行爲的原因。在偏好股票的特質方面, 發現經理人因爲偏好交易大規模、高成長、高報酬與高股價的股票, 而產生從衆行爲。

由於台灣的共同基金在每季末皆會充分揭露持股內容, Hung, Lu, and Lee (2010) 於是進一步採用 Sias (2004) 的方法檢定各基金交易行爲間的領先落後關係, 從而觀察基金交易是追隨別人或是自己的交易行爲。研究結果發現台灣基金確實存在從衆的現象, 此結果與許培基, 陳軒基, 與黃淑貞 (2005) 的發現一致。在導致從衆行爲的因素部份, Hung, Lu, and Lee (2010) 發現從衆的現象是來自基金自己的交易策略而並非追隨其他基金的策略。值得注意的是, 在從衆買之後伴隨價格連續, 推測從衆買的動機可能與資訊相關而使價格穩定; 在從衆賣之後伴隨價格反轉, 推測從衆賣的動機可能非與資訊相關而使價格偏離。

過去文獻除了以基金經理人爲對象探討從衆行爲外, 其他機構投資人是否具有從衆現象亦是被關注的議題。盧陽正, 翁振益, 與方豪 (2008) 探討台灣股市三大法人持股調整行爲, 是否有從衆、串流 (cascading) 及從衆影響價格 (herding impacting price) 等現象。研究結果發現外資與投信持股之調整存在從衆效應, 而自營商持股改變則不具從衆效應。外資及投信持股調整會伴隨正向回饋交易及串流行爲, 而自營商持股之改變則會伴隨負向的回饋交易且未具串流行爲。就台灣股市整體而言, 外資持股調整所引起的超常報酬的動能或反向效應, 相對小於以本土法人持股調整爲依據的動能或反向效應, 而其正超常報酬的持續性則較長。

Chiao, Hung, and Lee (2011) 亦檢驗台灣股票市場機構投資者是否

臺灣大學學術期刊資料庫

存在從衆現象, 以及從衆行爲是來自追隨其他投資者或是不同投資者同時有相同的行爲。實證結果發現台灣股票市場機構投資者存在從衆現象, 且此從衆現象源自於機構投資者的正向回饋交易 (positive feedback trading), 而非機構投資者間的互相追隨。邱膳珍 (2013) 則進一步探討機構投資者從衆行爲對市場流動性之影響, 結果顯示機構投資者的從衆行爲確實對流動性產生影響, 在市場報酬下跌時, 外資和投信的從衆行爲皆會使流動性變差。但市場報酬劇烈上漲時, 外資從衆行爲會增進市場流動性, 而投信從衆行爲則對流動性沒有幫助。

Shu, Chiu, and Yeh (2009) 與 Hsieh (2013) 是少數探討個人投資者從衆行爲的文獻。Shu, Chiu, and Yeh (2009) 探討台灣股票市場個人屬性以及股票特徵對於投資人從衆行爲的影響, 發現高報酬、大股本以及高成長潛力的股票有較顯著的從衆現象, 因而推測上述特徵的股票較易受到個人投資者關注。在個人屬性方面, 發現男性相較於女性有較低的從衆行爲、年輕人相對於年長者有較低的從衆行爲。

Hsieh (2013) 以台灣股票市場投資人實際交易資料探討個人與機構投資人的從衆行爲以及其對股票報酬的影響。研究發現個人與機構投資人皆存在從衆行爲, 且機構投資人的從衆行爲較個人爲強。爲了了解從衆行爲是來自基本面或非理性因素, 作者進一步檢驗從衆交易和股票報酬的關係, 發現機構投資者的從衆交易行爲有正的報酬, 而個人投資者從衆行爲的報酬則爲負, 顯示台灣股票市場機構投資者的從衆交易源自於資訊或基本面因素, 而個人投資者的從衆行爲則可能源自於非理性因素。

羅進水與李春安 (2009)、葉智丞與李春安 (2012) 認爲金融市場除了存在從衆行爲外, 也應該存在不跟隨他人的非從衆行爲, 而能理性不跟隨他人決策的非從衆行爲應可降低價格的偏離。因此, 羅進水與李春安 (2009) 將從衆行爲區分爲追隨市場報酬的從衆行爲與不追隨市場報酬的非從衆行爲, 探討此兩種行爲對市場報酬與波動的影響。實證結果顯示, 從衆行爲與市場報酬趨勢有正向關聯性, 非從衆行爲與市場報酬有反向關係, 市場存在不同從衆交易者, 可以降低資產偏離真實價值的程度。此外, 追隨市場報酬的從衆行爲會增加市場的波動程度, 非從衆行爲則可緩和市場波動性。

臺灣大學學術期刊資料庫

葉智丞與李春安 (2012) 則認爲當投資人情緒高昂時容易傾向與衆人同時做出相同的反應與行爲, 當一定比例以上的投資人如此時即出現從衆現象。葉智丞與李春安 (2012) 結合投資人情緒、從衆與非從衆行爲, 檢視三者之間的關係以及對市場報酬與波動的影響。結果發現情緒會影響從衆行爲, 而在多頭市場中的投資人情緒或者空頭市場中非從衆行爲, 與市場報酬有正向關係; 在空頭市場中的投資人情緒或多頭市場中的非從衆行爲, 與市場報酬有負向關係。投資人情緒與從衆行爲增強了市場的波動性, 非從衆行爲則緩和了市場的波動程度。

Chang et al. (2012) 則是探討台灣股票市場重大事件發生時投資人行爲與情緒的日內從衆傾向。研究結果指出投資人情緒領先投資人交易行爲, 而且, 重大事件發生時投資人情緒與投資人交易行爲都具有明顯的從衆傾向。

綜合以上文獻, 台灣股票市場投資人與基金經理人皆被發現存在從衆的現象。而從衆行爲發生的原因方面, 機構投資者的從衆行爲源自於基本面或資訊, 而非不理性跟隨其他交易者, 而個人投資者的從衆行爲則來自於非理性因素。基金經理人的從衆現象是來自經理人本身的交易策略, 而非追隨其他基金經理人。在從衆行爲對市場的影響方面, 從衆行爲會增加市場波動性, 且機構投資者的從衆行爲會對流動性產生影響。

2.6 其他

2.6.1 注意力 (attention)

由於人的時間、精神有限, 在決策過程中不容易做到全面性的考量, 容易受到較能吸引其注意力的事件與新聞等影響。Yu and Hsieh (2010) 探討注意力對台灣股票市場不同類型投資人交易行爲的影響, 他們認爲有極端報酬與交易量的股票較容易吸引投資者的注意。研究結果發現個人投資者買入極端負報酬的股票, 而機構投資者買入極端正報酬的股票, 顯示有極端報酬的股票同時會吸引個人投資者與機構投資者的注意。而極端交易量的股票會吸引個人投資者的注意力, 但對機構投資者則無影響。

Lin, Chen, and Chen (2013) 研究有限注意力與新聞資訊對台灣基金投資人交易決策的影響, 發現基金投資人注意力會影響其決策, 尤其對

臺灣大學學術期刊資料庫

於購買決策更爲明顯。而且各種新聞訊息對投資決策的影響也不同, 好消息使投資人申購與贖回意願增加, 壞消息使投資人申購與贖回意願減少。Hung (2014) 發現在台灣股票市場有較高週轉率的股票, 其購回宣告較能吸引機構投資者的注意, 但此類注意力引起的交易將損害機構投資者的交易績效, 機構投資者中尤以共同基金的此一效果最爲明顯。

詹場等 (2011) 指出在多頭市場期間, 市場氣氛較爲樂觀, 投資人信心較強, 對負面盈餘訊息之注意力較低, 同時由於在多頭市場期間投資績效較佳, 在混合利得及損失之心理帳戶中, 負面盈餘訊息所導致投資人的損失相對較小, 使得投資人對負面盈餘訊息之反應較慢。另一方面, 在空頭市場期間, 投資人對正面盈餘訊息的注意力較低。

Wu, Wu, and Liu (2010) 分析台灣公司年度盈餘宣告在不同時間點的市場反應。他們認爲雖然會計資訊幾乎在網路上可以不花成本取得, 然而投資人仍然因時間成本而導致有限注意力。研究結果顯示, 整體而言, 投資人在不同時間的注意力並不相同。在公司宣告盈餘事件剛開始, 並沒有顯著的未預期股票報酬, 隨著越多財務資訊陸續公佈, 投資人開始注意到衆多盈餘消息, 因此開始進場交易而造成未預期股票報酬增加, 投資人的注意力隨著盈餘宣告時期過後而結束, 這些結果支持有限注意力假說。

文獻發現台灣市場投資者的交易行爲受到較能吸引其注意力的標的、新聞或事件的影響。如何量化各類不同事件所引起的投資者注意力, 並進一步探討注意力對股票報酬的影響等, 是未來可再深入探討的方向。

2.6.2 框架 (framing)

Tversky and Kahneman (1981) 提出框架的概念, 認爲人們在做決策時會將複雜的現象簡化成容易理解的概要。Liu, Wang, and Zhao (2010) 認爲選擇權市場的交易較爲複雜, 投資者可能存在上述的框架現象。Liu, Wang, and Zhu (2010) 以台灣選擇權市場投資人的細部交易資料進行研究, 發現投資人確實存在將複雜的交易簡化的框架現象, 而投資人的專業程度、交易經驗等因素與框架現象呈現顯著負向關係。

文獻上對框架效果另一個普遍的討論是人們可能因爲情境和問題的陳述與表達方式不同而影響其決策。Kahneman and Tversky (1979) 認爲人

臺灣大學學術期刊資料庫

們會對確定的結果較爲重視, Chen and Lai (2013) 利用台灣股票市場產業重分類的機會, 探討重分類中前景確定的股票是否有正的價格效果, 而前景較不確定者是否有負的價格效果。由於產業重分類並不影響公司的獲利、財務結構與現金流量等基本面, 公司的證券代碼亦未改變, 所以對投資人的下單應該不會造成影響。而且產業重分類的訊息早以在平面與網路媒體揭露, 對投資人而言並非新訊息。Chen and Lai (2013) 研究發現重分類中前景確定的股票有正的價格效果, 而前景較不確定者則爲負的價格效果, 顯示台灣股票市場投資者存在框架效果。[13]

2.6.3 其他理論模型研究

漲跌幅的限制是台灣市場相對於其他市場在交易制度面的一個重要特性。Brennan (1986) 的模型指出在有限資訊下, 漲跌幅限制可以改善期貨市場的效率性, 不過此模型難以解釋爲何漲跌幅限制在金融期貨也須存在。Lin and Chou (2011) 進一步加入展望理論中對投資者風險偏好的假設, 模型顯示當投資者爲損失趨避 (loss-averse) 時, 漲跌幅限制在金融期貨的有效性可以提升。

李春安, 陳輝格, 與林慶章 (2011) 利用展望理論觀點探討過度自信與升遷制度對基金經理人風險調整行爲的影響。研究結果顯示, 升遷制度與過度自信皆會影響基金經理人的風險調整行爲, 但基金經理人爲相對贏家或相對輸家的心理情境, 對其風險調整行爲有關鍵性的影響。

李春安, 王嘉祺, 與羅進水 (2013) 認爲展望理論僅說明投資人喜好利得和厭惡損失的心理現象, 但並沒有考慮到投資人心理上的變化, 也就是心態改變時對風險偏好調整的影響。他們進一步以展望理論模型爲基礎, 發展一個新的理論模型, 以市場整體與個別投資人貪婪與恐懼心態變數的變化, 代表市場與個人心理狀態的演變, 探討個別投資人於利得與損失兩種不同狀態下的心理變化, 對其投資風險調整行爲的影響。結果顯示, 市場整體的貪婪與恐懼氣氛對個別投資人的風險調整影響方式, 不因利得或損

[13]作者認爲在重分類的股票中, 生物科技與醫藥是當時政府重點培值的產業, 因此把屬於生物科技與醫藥產業的股票視爲前景確定; 而相較之下, 電子產業則被視爲前景較不確定。

臺灣大學學術期刊資料庫

失情境而異, 但個別投資人的貪婪與恐懼心態在利得與損失的情況下, 對投資風險態度的調整方向則是相反。

3 行為公司理財

公司的財務決策常常爲少數人所決定, 因此個體行爲面的影響可能更爲顯著, 再加上決策所涉及金額的金額相當龐大, 即使有理性的套利者存在, 也可能無法將此行爲面的偏誤完全修正 (Baker and Nofsinger, 2010)。因此從2000年之後, 以行爲財務學的角度研究公司理財議題形成新的研究領域, 即行爲公司理財 (behavioral corporate finance)。

公司理財主要的兩個對象: 經理人和投資人, 他們的不理性決策, 可能對公司財務造成重要的影響, 所以受到學術界很大的重視。不理性的經理人可能受到過度樂觀 (optimism) 和過度自信等行爲偏誤的影響, 而不理性的投資人則可能受到投資人情緒等行爲偏誤的影響。國外學術界對於這方面的文獻已有非常完整的回顧與探討, 除了 Baker and Wurgler (2013) 針對整個行爲公司理財的文獻做了完整的回顧之外, 公司理財的特別議題: 如 Gervais (2010) 對於投資決策; Gider and Hackbarth (2010) 對於融資決策; Ben-David (2010) 對於股利政策; Derrien (2010) 對於初次公開發行 (IPOs); Dong (2010) 對於收購與合併; 以及 Morck (2010) 對於公司治理等等也有很完整的研究成果整理與分析。

就台灣相關研究的文獻回顧部分, 周賓凰等 (2002) 曾對行爲財務學做整體的回顧與未來的展望, 然而就作者所知, 並沒有針對以台灣爲研究對象的行爲公司理財研究的文獻回顧與探討。本節的目的是系統性回顧以台灣市場爲研究對象的行爲公司理財學術論文, 分析和比較與國外市場的研究成果異同之處, 並希冀能提出屬於台灣獨特與創新的研究議題的可能研究方向。

本文以 Baker and Wurgler (2013) 所提出的架構, 分別針對不理性的公司經理人和理性的投資人 (效率市場) 以及理性的公司經理人和不理性的投資人這兩大類, 分別進行文獻回顧。

臺灣大學學術期刊資料庫

3.1 不理性的經理人與理性的投資人

國外有關行爲公司理財的學術文獻大都集中在「假設公司經理人理性但投資人不理性」, 而「假設公司經理人不理性但投資人理性」的文獻則較少。[14] 究其原因是公司經理人的行爲偏誤如「過度樂觀」和「過度自信」等現象很難衡量。台灣的行爲公司理財的研究則相反, 大部分集中在「假設公司經理人不理性但投資人理性」方面。因此在這個部分, 我們先針對不理性經理人的相關文獻做回顧與分析。

經濟學家通常認爲個人是理性的且有同質的預期, 然而如前所述, 已經有大量實驗心理學文獻指出人們傾向過度自信和過度樂觀 (Taylor and Brown, 1988)。將這些概念應用在公司理財的研究方面, 過度自信或過度樂觀的經理人對於財務決策影響很大, 進而影響股東財富。就傳統理論而言, 經理人應該以股東財富極大爲目標經營公司。然而因爲公司所有權和經營權的分離, 經理人和股東的利益並不一定完全一致, 因爲理性的經理人會因自利動機而損及股東利益, 這樣的利益衝突就是代理問題 (agency problem)。和傳統理論經理人爲了自利而傷害股東利益的行爲不同的是, 即使沒有代理問題的經理人也會因爲行爲偏誤而傷害股東利益。許多「過度樂觀」和「過度自信」的經理人會認爲自己做的是有利於公司的決策, 但往往這些行爲偏誤卻對公司利益造成傷害。Gervais, Heaton, and Odean (2011) 則指出略有過度自信的經理人可能會有較好的績效, 這是因爲這些經理人會比理性風險趨避的經理人更願意進行風險較大但是利潤較高的資本預算決策。

Heaton (2002) 指出樂觀的管理者將系統性高估公司績效好的機率, 低估公司績效差的機率, 表示樂觀經理人對公司未來績效的預期有高估的傾向。Malmendier and Tate (2005a) 則以過度自信形容最高公司決策者會高估自己的技巧, 然後對其決策的出象過度樂觀, 即高估其公司決策的預期報酬。對出象的過度樂觀可能就是過度自信所造成的結果。[15]

[14] 國外行爲公司理財的文獻還包括其他種類偏誤的探討, 例如 Baker and Wurgler (2013) 提到的有限理性 (bounded rationality)、參考點思考 (reference point thinking) 與定錨效應 (anchoring), Gervais (2010) 提到的歸因偏誤 (attribution bias), Morck (2010) 提到的偏誤認知 (bias awareness) 等。

[15] 總括來說, 過度自信是第二動差的偏誤, 也就是低估風險 (Kyle and Wang, 1997;

臺灣大學學術期刊資料庫

許多以台灣市場爲研究對象的學術論文和國外研究議題類似, 也得到類似的結論。台灣的研究主要有兩個特色: 第一, 提出不同衡量「過度樂觀」和「過度自信」的指標。在國外許多文獻中, 學者大多利用間接的實證代理變數來衡量經理人的過度樂觀和過度自信, 例如在媒體出現的描述, 或是經理人持有公司選擇權的長短 (Malmendier and Tate, 2005a; Malmendier and Tate, 2005b; Malmendier, Tate, and Yan, 2007) 或是直接問卷的方式 (Ben-David, Graham, and Harvey, 2007; Puri and Robinson, 2007)。國內文獻則使用不同的變數, 主要是以經理人對公司的盈餘預測方式來衡量。

第二, 討論公司治理扮演的角色。在理性經理人的假設下, 自利的經理人可能因報償契約設計和公司治理機制得宜, 而爲股東財富極大化努力, 代理問題因此得以解決。然而這樣的解決機制似乎很難用在不理性的經理人的身上, 因爲經理人並不認爲自己的決策將有損股東利益, 因此研究公司治理對不理性經理人的影響是個有趣的議題, 而國內文獻提供了這方面的研究成果。

在國外相關文獻中, 已經討論了投資決策 (包括實質投資、合併與收購等)、融資決策 (權益發行、舉債、金融機構、資本結構等) 以及經理人薪酬等等 我們歸納國內的相關文獻之後發現, 這類的研究只討論到投資決策 (包括實質投資、合併與收購)、融資決策、以及金融機構的議題。以下針對這些議題加以回顧與分析。

3.1.1 實質投資

在公司經理人不理性的假設之下, Heaton (2002) 首先發展出理論模型, 指出過度樂觀的管理者會高估投資計畫和公司的價值。由於過度樂觀的管理者高估投資機會的價值, 因此在內部資金很充裕的時候, 會比沒有過度樂

Odean, 1998a; Hackbarth, 2008), 過度樂觀則是第一動差的偏誤, 也就是高估期望值 (Gider and Hackbarth, 2010)。Gider and Hackbarth (2010) 指出經理人對於公司未來前景過度樂觀或是過度自信是源自於個人特質, 而非公司或是市場。他們定義過度樂觀經理人高估公司的預期盈餘 (價值), 而過度自信的經理人低估公司預期盈餘 (價值) 的風險。雖然過度樂觀和過度自信有不同的定義, 在許多實證研究均將此兩個名詞混用, 如 Malmendier and Tate (2005b), Lin, Hu, and Chen (2005)。因此本文亦不特別將這兩個名詞分開討論。

臺灣大學學術期刊資料庫

觀的管理者投資更多。一旦內部資金用罄之後, 過度樂觀的管理者會因爲高估自己公司的價值, 因此不願至資金市場發行新股來籌措外部資金, 因此即使有好的投資機會, 過度樂觀的管理者在缺乏資金時, 會比沒有過度樂觀的管理者投資較少。因此過度樂觀的管理者的決策受到公司現金流量多寡的顯著影響, 亦即公司的投資與現金流量之間具有高度的敏感性。

Malmendier and Tate (2005a) 擴充 Heaton (2002) 的模型並進行實證。Malmendier and Tate (2005a) 分別使用經理人本身持有的選擇權和公司股票來衡量經理人過度自信, 如果經理人執行選擇權的時間愈晚或是增加本身的公司持股, 則認爲該經理人愈過度自信。Malmendier and Tate (2008) 是以媒體對經理人的報導字眼作爲衡量指標。若媒體對經理人評價是「積極」或「自信」比例居多, 則經理人爲過度自信; 反之, 若是「保守」的評價居多, 則經理人爲非過度自信。結果皆顯示過度自信管理者的投資決策確實受到公司現金流量多寡的顯著影響。

以台灣市場爲研究對象的研究結論皆與 Heaton (2002) 和 Malmendier and Tate (2005a) and Malmendier and Tate (2008) 近似, 不同之處是提出不一樣的過度樂觀衡量指標。Lin, Hu, and Chen (2005) 討論台灣上市公司的管理者樂觀主義對於公司投資決策的影響。他們以管理者盈餘預測建構衡量管理者過度樂觀的指標, 因爲管理者對公司未來現金流量的向上偏誤, 可能來自於過度樂觀 (高估與成功機率相關的外生出象) 或過度自信 (高估本身的能力)。假如管理者過度樂觀, 他們可能對未來的盈餘預測有較樂觀的估計。[16] Lin, Hu, and Chen (2005) 的研究結果顯示, 在財務資金較爲受限的公司, 過度樂觀的管理者的公司, 存在較高的投資與現金流量敏感性。

Hsiao et al. (2011) 分析類似的議題, 即不理性管理人對於投資決策的影響。他們以管理者情緒 (managerial sentiment) 定義管理者的不理性, 並根據 Lin, Hu, and Chen (2005) 的方法, 以管理者盈餘預測建構衡量管理者情緒的指標。Hsiao et al. (2011) 和 Lin, Hu, and Chen (2005) 不同的地方在於他們認爲管理人的不理性行爲並不是線性的。他們認爲過度樂觀的

[16]以管理者的財務預測與市場對於公司的財務預測兩者之差作爲判斷管理者是否有樂觀的傾向。若管理者持續高估公司盈餘則表示較爲樂觀。

臺灣大學學術期刊資料庫

管理者, 對於未來前景較可能有向上的偏誤預測, 而過度悲觀的管理者則對於未來前景較可能有向下的偏誤預測。研究結果顯示, 當公司有較好的投資機會時, 管理者過度樂觀更可能過度投資, 而當公司沒有好的投資機會時, 管理者的過度悲觀會更可能投資不足。

Shu et al. (2013) 除了分析過度自信管理者對投資決策的影響之外, 比較特別的地方是納入公司治理扮演的角色。他們認爲投資人對於公司宣布非預期的正向盈餘事件的反應越正面, 則會使公司管理者越過度樂觀, 因此他們建構「市場養成過度自信指標」衡量公司經理人的過度自信程度。實證結果顯示, 過度自信管理者存在較高的「投資與現金流量敏感性」, 尤其是面臨財務限制較多的公司。納入公司治理的考量之後, 發現獨立董事與外資機構投資人比率較多的公司, 亦即較好的公司治理機制, 可以減輕因過度自信管理人所產生較高的投資與現金流量的敏感程度。

除了經理人的過度樂觀與過度自信的行爲偏誤之外, 台灣學者同時也討論「強化承諾」、「私房錢效應」以及「損益兩平效應」等行爲偏誤來解釋公司管理者不理性的決策行爲。

池祥萱, 林煜恩, 與周賓凰 (2009) 與 Lin, Fang, and Chih (2014) 以基金經理人強化承諾的現象來分析基金績效, 此部份已於本文前面的章節進行描述。李春安, 王嘉祺, 與羅進水 (2013) 則是以台灣上市資訊電子公司爲研究對象, 分析公司在對於新創事業的持續投資決策中, 管理者的認知對其承強化承諾的影響。研究結果顯示, 沈沒成本、廠商前年度申請上市、上櫃個案數、投資損益揭露與否、以及參與新創事業創立與否等因素皆會提高公司強化承諾的程度。

Thaler and Johnson (1990) 指出前次利得會增加個人參加賭局的意願 (傾向偏好風險行爲), 此即私房錢效應。另一方面, 若前次損失, 則個人後續承擔風險的意願會降低, 即蛇咬效應, 但若本次的決策所產生的利得可能扳平前次損失, 則個人將更加進行冒險行爲, 這稱爲損益兩平效果。

劉永欽 (2010) 以台灣市場爲研究對象, 分析公司管理者的經營行爲是否受到私房錢效應及損益兩平效應這兩種行爲偏誤的影響, 且此行爲是否與公司的投資機會有關。當公司缺乏投資機會時, 若前一年獲利愈高, 則當年的經營行爲愈趨向追逐風險, 即爲私房錢效應。若前一年的損失較小,

臺灣大學學術期刊資料庫

經理人會認爲在當年的獲利可能扳平前一年的損失, 因此當年的經營行爲也會愈趨向追逐風險, 這樣損失趨避行爲即爲損益兩平效應。如果公司此種經營行爲能導致後續較高的報酬, 則爲理性決策而非行爲偏誤, 但是研究結果顯示這些公司的風險提高, 但資產報酬卻下降。這表示受到前期損益影響而追逐風險的經營策略是不理性的行爲偏誤, 即所謂的私房錢效應和損益兩平效應。

綜觀以上的文獻, 我們可以歸納出幾個重點: 第一, 台灣公司的經理人若爲過度樂觀或過度自信, 則公司的投資與現金流量敏感性較高, 違反理性決策原則。第二, 好的公司治理機制可以降低過度自信經理人於投資決策所產生的負面影響。第三, 台灣公司的經理人確實受到強化承諾、私房錢效果與損益兩平效果等行爲偏誤的影響。

3.1.2 融資決策

傳統理性假設的融資順位理論主張, 由於資訊不對稱, 公司融資的順序是先使用保留盈餘, 然後是舉債, 最後才是發行普通股。然而, 經理人不理性的情況可能也會得到一樣融資順位偏好的結果。Heaton (2002) 指出, 過度樂觀的管理人高估公司價值, 並且認爲市場低估公司績效, 若採用外部融資方式將得不到應有的金額, 因此偏好依賴內部資金而不願輕易外部融資。當內部資金不足時, 過度樂觀的經理人會優先考慮舉借被市場低估程度較小的負債進行融資, 最後才是發行新普通股。Hackbarth (2008) 指出過度自信的管理人會低估未來公司的財務危機發生的可能性, 因此, 過度自信的管理人會低估破產的預期成本且舉債程度更高。Bertrand and Schoar (2003) 指出公司融資決策存在顯著的經理人固定效果, 亦即表示經理人本身個人特質影響公司融資決策, 不符合傳統理性同質預期的假設。

和前述投資決策的情況類似, 以台灣市場爲研究對象有關融資決策的研究結論皆與 Heaton (2002) 的理論一致, 不同之處是提出不一樣的衡量指標。Lin, Hu, and Chen (2008) 採用 Heaton (2002) 的模型, 以管理者盈餘預測建構衡量管理者過度樂觀的指標, 分析管理者樂觀主義對於融資決策的影響。結果顯示過度樂觀的管理者在公司出現財務赤字的時候更可能舉債。Teng and Liu (2011) 也得到類似的結果, 他們使用 CEO 的員工股

臺灣大學學術期刊資料庫

票選擇權來衡量過度自信的程度, 進而分析過度自信和公司外部融資決策的關係。結論顯示, 過度自信的 CEO 會舉更多的債。

台灣市場有一個獨特的特性就是家族企業。Claessens, Djankov, and Lang (2000) 指出65.6%的台灣上市公司屬於家族企業。Anderson, Mansi, and Reeb (2003) 指出家族對公司的所有權是一種控制股東的特別型式, 其具有獨特的誘因和權力結構。葉銀華 (1999) 指出相較於非家族企業, 台灣家族企業的家族成員通常握有決定性的股權, 且普遍擔任董監事與高階管理者的職務。有關家族企業的舉債行爲的相關研究, Mishra and McConaughy (1999) 指出由於家族控制股東的投資通常集中於該企業, 相較於非家族企業, 風險趨避的需求更強, 因此會降低負債水準以減少財務風險。馬黛與李永全 (2008) 指出家族控制權與負債比率, 會因集中控制權與風險控管的誘因, 而呈現倒 U 型的關係。

張力等 (2013) 以行爲財務學的角度切入, 分析過度自信管理人對於家族企業融資決策的影響。他們沿用 Malmendier and Tate (2005a) 的指標, 取任期至少3年的 CEO, 若該 CEO 在這3年中對公司股票屬於淨買入的年數大於淨賣出的年數, 即將之判定爲過度自信的經理人。採取這種方法衡量的原因是 CEO 的個人財富、名聲和事業都和其公司的表現緊密相關, 而暴露在公司獨特風險 (idiosyncratic risk) 之下, CEO 應有誘因最小化其對自家公司的持股。然而一個過度自信的經理人卻會因爲對於自家公司未來前景過度樂觀, 不但不會減少反而會持續增加對自家公司的持股, 以使能從公司未來發展中獲利 (Malmendier and Tate, 2005a)。張力等 (2013) 的研究結果顯示, 過度自信經理人相較於非過度自信經理人會舉借較高的負債, 此結果亦與 Lin, Hu, and Chen (2008) 一致。若考慮家族企業因素, 過度自信經理人會降低對於舉債的偏好。這可能是因爲家族企業傾向風險趨避的影響, 而若CEO 是出身於家族本身, 則降低舉債的傾向更明顯。[17]

Shu, Chiang, and Lin (2012) 指出發行公司有動機藉由盈餘管理提高

[17]張力等 (2013) 指出舉債決策會受到以下幾項家族企業特性影響。第一, 家族企業所有權結構集中, 需透過降低負債水準來避免人力資源集中及財富多角化不足的風險。第二, 家族企業會希望能一直擁有控制權, 因此會降低舉債水準以減少公司破產的可能性。第三, 家族企業重視聲譽的維持, 會避免或降低舉債所帶來的財務風險。所以原本過度自信經理人對於舉債的偏好, 會受到家族企業風險趨避特性的影響, 而選擇較低的負債水準。

臺灣大學學術期刊資料庫

承銷價格, 而外部投資人接受到盈餘管理的財報資訊後, 有可能反映至股票的上市初始價格。另一方面, 過度樂觀的經理人會訂定較高的承銷價格, 且系統性的高估公司未來的績效, 如此一來有可能影響外部投資人對公司的看法, 經理人過度樂觀會顯著負向影響市場反應。Shu, Chiang, and Lin (2012) 根據 Lin, Hu, and Chen (2005) 的概念進一步定義經理人過度樂觀的指標, 也就是經理人在上市前提出上市當年財務預測, 若該預測高估, 但之後亦沒有提出修正者, 稱爲過度樂觀。

綜觀以上的文獻, 我們可以歸納出幾個重點: 第一, 台灣公司的經理人若過度樂觀或過度自信, 則在籌募資金的方式上面偏好先舉債, 然後才發行新股。第二, 來自家族企業的CEO 會降低過度自信經理人對舉債的偏好程度。第三, 台灣公司的經理人若過度樂觀或過度自信, 則公司價值在上市的時候會比一般 IPO 公司要差。

3.1.3 收購與合併

Malmendier and Tate (2008) 發現當公司有充足的內部資金時, 過度自信的管理者相較於非過度自信管理者, 更有可能從事購併之活動。平均而言, 過度自信管理者從事購併活動, 其所付出的價格過高, 且併購所產生之價值, 比非過度自信管理者低, 尤其是使用內部融資的時候最爲明顯。在購併事件方面, Shu et al. (2013) 指出過度自信的經理人較積極進行購併決策, 但其購併績效較差。這樣的結論和 Malmendier and Tate (2008) 的研究類似。然而 Shu et al. (2013) 不同之處在於以「市場養成過度自信指標」衡量公司經理人的過度自信程度, 並納入公司治理的考量。他們指出好的公司治理機制可以降低經理人從事價值破壞的購併案, 亦對購併績效有正面影響。

和前一篇文章類似的議題, 但採用不同的自信程度衡量方式, 許培基等 (2013) 以報章雜誌關鍵字建構管理者過度自信指標。另一個不同之處是他們同時分析了主併公司和被併公司的管理者的過度自信程度與其影響。他們認爲管理者過度自信爲影響完成購併機率之關鍵因素。主併公司管理者的過度自信和完成購併機率呈正向關係, 這可能是因爲主併公司管理者因過度自信而支付較高購併溢酬, 進而提高購併完成的機率。同時在公司績

臺灣大學學術期刊資料庫

效方面, 管理者過度自信對於公司短期績效和長期績效都有負面影響, 市場投資者對於管理者過度自信的公司給予較低的評價。許培基等 (2013) 也考慮的公司治理因素, 實證結果指出好的公司治理機制會弱化主併公司管理者的過度自信與購併完成機率的正向關係。

綜觀以上的文獻, 我們可以歸納出幾個重點: 第一, 不論利用何種衡量經理人過度樂觀或過度自信的指標, 都得到一樣的結果, 也就是過度樂觀或過度自信的經理人較積極從事購併方案, 且績效都較差。第二, 好的公司治理機制可以降低過度自信經理人對購併決策所產生的負面影響。第三, 主併公司經理人的過度自信和完成購併機率呈正向關係。

3.1.4 銀行業的行為公司理財

大部分探討管理者的非理性行爲對於財務決策的影響, 都集中在以一般公司爲樣本。在台灣有些研究以銀行業的管理者爲對象, 分析管理者不理性行爲在銀行業是否也存在及其影響。

邱麗卿與馬詠蘭 (2013) 以台灣銀行業爲樣本, 探討銀行管理者之過度自信現象, 並進一步結合董事會和經理人持股率及銀行特性變數以探討其對經營績效的影響。作者依據 Lin, Hu, and Chen (2005) 採用公司管理者所發布的財務預測與實際盈餘的比較來衡量銀行管理者是否在過度自信。研究結果顯示, 在規模較大的銀行, 過度自信的管理者對於公司績效有顯著負面的影響, 而公司治理的因素無法減緩這種負面的影響。這樣的結果和 Shu et al. (2013) 以及許培基等 (2013) 不同, 這兩篇的研究結果皆認爲好的公司治理對於過度自信經理人的負面影響有減緩的效果。

除了對於銀行績效的影響之外, 不理性管理者的承擔風險行爲也值得探討。劉永欽 (2009) 以台灣本國銀行爲研究對象, 分析銀行的短期投資行爲是否存在私房錢效應及損益兩平效應這兩種行爲偏誤。實證結果指出, 銀行於前期有投資利得時, 後期的投資風險明顯增加, 這顯示私房錢效應的存在; 另一方面, 前期投資損失亦會導致銀行於後期偏好風險, 尤其是前期的投資損失較小時會更明顯, 即爲損益兩平效應。這樣的結論顯示即使具有投資專業的銀行管理者仍具有行爲偏誤。

陳曉蓉 (2010) 以展望理論解釋台灣銀行業風險承擔態度之變化。實

臺灣大學學術期刊資料庫

證結果顯示, 若銀行以 ROE 進行目標管理, 則在參考點之上, 銀行決策者會傾向風險趨避, 但在參考點之下, 銀行決策者反而傾向風險愛好。若銀行以逾放比進行目標管理, 則在參考點之上, 銀行決策者會傾向風險愛好, 但在參考點之下, 銀行決策者反而傾向風險趨避, 由此可知台灣銀行業風險承擔態度基本上符合展望理論。

劉永欽與陳乃菁 (2012) 以易獲得性偏誤 (availability heuristic) 與損失趨避 (loss aversion) 等行爲偏誤解釋台灣的銀行的放款行爲。易獲得性偏誤指的是容易令人聯想到的事件, 會讓人們誤以爲這個事件常常發生, 而未評估資訊本身的客觀性、完整性或真實性程度, 以致常高估事情發生的機率 (Kahneman and Tversky, 1973)。損失趨避則是人們對於損失一單位的邊際痛苦大於獲取一單位的邊際利潤, 因此有損失趨避的傾向 (Kahneman and Tversky, 1979)。劉永欽與陳乃菁 (2012) 的研究結果顯示, 控制其他影響放款行爲之因素後, 不同規模與類別的銀行, 在放款成長與存放利差決策方面有不同程度的心理偏誤, 主要爲損失趨避而不是易獲得性偏誤的問題。非上市櫃和公營銀行分別比上市櫃和民營銀行在存放利差上有較大的損失趨避偏誤。

綜觀以上的文獻, 我們可以歸納出幾個重點: 第一, 台灣金融業的經理人若是過度樂觀或過度自信, 對於銀行業的績效有顯著負向影響。第二, 對於銀行業而言, 好的公司治理機制無法降低過度自信經理人對績效所產生的負面影響。第三, 台灣銀行業的經理人確實受到私房錢效果、損益兩平效果、損失趨避等行爲偏誤的影響, 這些行爲偏誤都和展望理論有關。

回顧上述有關「假設公司經理人不理性但投資人理性」的文獻之中, 我們可以發現和國外文獻比較起來, 以台灣市場爲研究對象的相關議題較少, 只偏重投資決策、融資決策、收購與合併, 銀行業等, 未來仍有很大的發展空間。台灣市場特殊之處在於公司的股權結構, 例如有許多家族企業, 以及許多上市公司經由金字塔結構, 或公司間交叉持股方式來控制公司, 增強其控制權 (葉銀華等, 2004)。而目前學術界對於公司治理機制將如何影響不理性經理人仍莫衷一是, 若能解決這個部分的爭議, 並進一步分析台灣公司股權結構對於不理性經理人的影響, 以及對於公司績效的影響, 是值得發展的方向。

臺灣大學學術期刊資料庫

3.2 不理性的投資人與理性的經理人

在傳統理性投資人的假設下, 證券價格皆理性反應所有和公司價值攸關的公開資訊, 然而行爲財務學的理論指出股價之所以過度反應, 可能和投資人的過度自信有關。投資人常會高估自己所獲資訊的正確性、高估自己解讀資訊的能力與所做判斷的正確性從而過度交易, 使得市場價格容易偏離基本價值 (Odean, 1998a; Odean, 1998b)。Daniel, Hirshleifer, and Subrahmanyam (1998) 以模型說明投資人過度自信與自我歸因偏誤 (self-attribution bias) 的不理性行爲導致短期的股價動能 (momentum) 在長期反轉, 即最後股價有過度反應現象。Daniel, Hirshleifer, and Subrahmanyam (2001) 指出投資人過度自信會引起股價過度反應; 自信不足則會造成股價反應不足。

另一方面, 不理性的投資人情緒也會使市場價格偏離基本價值。Baker and Wurgler (2004a) and Baker and Wurgler (2004b) 認爲投資人情緒會透過投機需求波動及套利限制, 影響公司股價, 造成訂價誤差。理性的經理人認知到這樣的訂價誤差, 在制定決策的時候可能藉此訂價誤差來謀取利益。例如, Seyhun (1992) 和 Rozeff and Zaman (1998) 指出公司內部人是反向交易者 (contrarian traders), 而 Piotroski and Roulstone (2005) 認爲原因是內部人利用投資人情緒波動而購買股票以獲取利益。Bergman and Roychowhury (2008) 指出經理人根據投資人情緒, 策略性地調整盈餘揭露的政策: 當投資人情緒低 (高) 的時候, 經理人會增加 (減少) 對未來盈餘提高的預測次數。

國外有關行爲公司理財的學術文獻大都集中在「假設公司經理人理性但投資人不理性」, 然而台灣在這方面的研究卻不多。在國外相關文獻中, 已經討論了投資決策 (包括實質投資、合併與收購等)、融資決策 (權益發行、舉債、金融機構、資本結構等)、股利政策、盈餘管理、公司改名以及經理人薪酬等等 (Baker and Wurgler, 2013)。我們歸納國內的相關文獻之後發現, 這類的研究只討論到融資決策、股票購回、廣告與媒體曝光度以及盈餘宣告等議題。以下針對這些議題加以回顧與分析。

臺灣大學學術期刊資料庫

3.2.1 融資決策

在融資決策方面, 以台灣市場爲研究對象的議題主要集中在 IPO。許多學術文獻指出 IPO 發行初期產生顯著正向的異常報酬, 但長期績效表現不佳 (Ritter, 1991; Loughran, Ritter, and Rydqvist, 1994; Spiess and Affleck-Graves, 1995; Loughran and Ritter, 1995)。傳統理性假設認爲資訊不對稱是造成這種現象的原因。行爲面的解釋則認爲投資人情緒使得樂觀的投資人願意付出較高的金額購買 IPO 的股票, 因而使得 IPO 公司的股價在短期過高, 然而長期績效不佳 Derrien (2005) and Ljungqvist, Nanda, and Singh (2006)。

以往有關於 IPO 短期績效顯著爲正之文獻, 大都將討論重心放在承銷價格被低估, 胡德中與馬黛 (2004) 指出這可能是因爲上市價格高估。創設股東傾向於選擇資本市場處於相對樂觀的環境時進行 IPO 釋股, 低品質公司也會趁著市場景氣熱絡時進行 IPO。投資人因此盲目認購, 造成市場過度反應。

王朝仕與陳振遠 (2008) 指出投資人申購的積極性對於 IPO 上市初期績效具有正向的影響。這是因爲投資人在申購期間並無法得知市場對 IPO 的需求程度, 僅能憑藉個人的主觀評價進行申購決策。因此, 以投資人情緒爲擬定決策之依據, 造成錯誤定價的機率較高。尤其是當投資人過度高估股票的價值, 會產生積極性申購行爲, 因此造成短期績效爲正但是長期績效不佳的情況。

王朝仕 (2011) 以「魅力性觀點」(charisma perspective) 來解釋投資人積極申購股票的風潮。指出若某股票的價值條件並不突出卻具引起投資人積極購買之意願, 則稱其具有高度魅力性。若某股票具有價值條件, 然而並無法創造對等的購買熱潮, 屬於低度魅力性者。其研究結果顯示, 低度魅力性 SEO 的宣告期績效明顯較差, 就長期績效而言, 高度魅力性 SEO 股票的績效下降程度明顯高於低度魅力性 SEO 績效, 這表示市場確實存在過度反應的現象。

根據以上的文獻我們可以歸納出, 不論是 IPO 或是 SEO, 投資人容易受到情緒影響高估股票價值, 以至於短期股價過度反應, 而長期股價績效較差。

臺灣大學學術期刊資料庫

3.2.2 股票購回

根據學術文獻指出, 當公司宣告公開市場股票購回時, 對公司股票價格有正面激勵效果。大部份學術文獻認爲最主要的兩個原因爲釋放公司未來前景看好以及降低代理問題的資訊, 因此市場會有顯著的正向反應 (Ikenberry, Lakonishok, and Vermaelen, 1995; Ikenberry, Lakonishok, and Vermaelen, 2000; Dittmar, 2000; Grullon and Michaely, 2002; Li and McNally, 2003)。以上的立論是以理性假設的解釋。

劉永欽 (2009) 以股票購回事件爲研究對象, 分析市場對於股票購回宣告正向反應的原因。研究結果發現, 宣告後股票週轉率與累計異常報酬率呈正相關, 而投資人調整組合的系統風險和股票炒作等因素並不足以解釋此種股票價量行爲。劉永欽 (2009) 指出宣告後股價過度反應極可能與投資人過度自信及自我歸因偏誤有密切關係。

Cheng et al. (2013) 以投資人限制注意力理論解釋股票購回之後的長期報酬 (repurchase announcement drift)。以公司宣告前的股票週轉率當做投資人注意力的替代變數, 分析宣告後高度被注意的股票和低度被注意的股票績效是否有顯著差異。結果顯示低度被注意的股票在宣告期市場反應不足, 因此有較高的正長期異常報酬率。而這樣低度被注意的股票由於市場反應不足, 讓公司實際股票購回的比率增加。

綜觀以上的文獻, 我們可以歸納出幾個重點: 第一, 公司宣布股票購回的宣告期價格上升的原因, 除了釋放公司未來前景看好的資訊以及降低代理問題之外, 投資人過度自信及自我歸因的行爲偏誤也是可能原因。第二, 雖然公司宣布股票購回的宣告期價格上升, 但是較不被投資人注意的股票價格會被低估。

3.2.3 廣告與媒體曝光度

Baker and Johnson (1990) 指出增加公司的媒體曝光度, 是公司管理當局將公司上市的重要原因。當提升媒體曝光度之後, 可以使公司的資訊取得更便利, 有效的降低資訊不對稱問題 (Bhardwaj and Brooks, 1992)。Baker, Powell, and Weaver (1998) 指出由 Nasdaq 轉移到 NYSE 的上市公司雖然會增加媒體曝光度, 但主要與公司盈餘的快速成長有關, 而非是轉上市的

臺灣大學學術期刊資料庫

因素。洪榮耀與馬黛 (2006) 檢驗1999年到2003年台灣上櫃轉上市公司的媒體曝光度變化, 並且分析媒體曝光度的增加是由於轉上市、盈餘成長或市值成長的影響, 結果發現台灣上櫃公司轉上市交易後, 確實能增加媒體曝光度, 而非來自於市值或盈餘的成長; 且上櫃時間越長以及資本額越大, 媒體曝光度將降低。

盧淵源, 蘇登呼, 與黃英忠 (2011) 採用內容分析法 (content analysis) 分析台灣財經雜誌對 TFT-LCD 產業的媒體報導, 發現規模越大的公司越能夠獲得媒體的報導, 其關注的是廠商的經濟績效, 並且傾向正面的報導; 池祥萱等 (2009) 也發現規模較大、投資機會較多以及負債較低的公司 CEO 較受到媒體的注意。

然而, 公司提升媒體曝光度重要嗎? 部分學者認爲大量的媒體曝光度能夠影響社會大衆甚至投資人的認知, 即使是在沒有新資訊的影響之下。Pincus, Rayfield, and Cozzens (1991)、Daily and Johnson (1997) 指出公司的媒體曝光度能提升公司知名度, 爲公司吸引客戶, 增加業績。Garbett (1988) 以及 Mazur (1999) 也指出公司 CEO 的形象更是媒體報導的焦點, CEO 若有較佳的形象, 甚至能改善股票分析師對公司的評價, 影響投資人對公司的看法。但是 Hamilton and Zeckhauser (2004) 則提出 CEO 曝光度對公司的股東權益報酬率沒有影響, 甚至會使得 CEO 爲了提升自己的曝光度, 而忽略了公司的經營。Malmendier and Tate (2009) 發現當選雜誌風雲人物的 CEO, 公司往後3年的資產報酬率都會降低。

池祥萱等 (2009) 以台灣公司爲研究對象, 發現 CEO 藉由大量的媒體曝光的確會改變大衆對公司的認知, 進而造成公司營運狀況的改變。而且不論 CEO 的媒體曝光度是否影響公司的營運狀況, 股市投資人皆會因爲 CEO 媒體曝光度, 改變其對公司股票的認知, 造成公司股價報酬率的變動; 李婉真, 池祥萱, 與周淑芬 (2008) 進一步研究發現, 如果公司治理嚴謹, 會強化正面新聞對績效的正向影響, 並且減緩負面新聞的負向效果。

傅英芬, 康信鴻, 與劉海清 (2010) 分析各種基金平面廣告策略對基金投資人投資行爲之影響。當投資人被廣告吸引時, 其風險意識會降低, 原因可能是投資人被廣告所吸引, 而定錨在廣告所提及的績效及其他因素, 而忽略了風險的考量。而廣告次數的多寡則爲重要的廣告策略, 除非基金廣

臺灣大學學術期刊資料庫

告刊登在頭版且同時版面夠大, 否則不如採用多次刊登廣告的策略, 即使廣告版面不大或不在頭版, 透過相同資訊一再的刺激基金投資者, 亦能達到廣告的成效。同時, 不論在多頭或空頭時期, 相較於沒有廣告的基金, 投資人都會較關注有廣告的基金。

總結台灣媒體曝光度的相關研究, 常常頻繁曝光的廣告或是公司及公司 CEO 的媒體曝光度, 皆顯著影響投資人的認知, 因而造成股票或基金報酬率的變動。

3.2.4 分析師盈餘預測

在分析師盈餘預測方面, Das, Levine, and Sivaramakrishnan (1998) 指出當盈餘較難預測時, 分析師有較強的動機發佈高估的預測藉以從公司管理者獲得資訊。從策略性報導偏誤的角度來看, 分析師有可能爲了有更高的經紀費用而發佈較高估的預測 (Gu and Wu, 2003)。Gu and Wu (2003) 指出較多分析師跟隨的公司, 將導致分析師之間有較多的競爭, 這促使分析師發佈更高估的預測, 以博得公司管理者的喜好。林美鳳, 金成隆, 與張淑慧 (2011) 以台灣市場爲對象, 認爲分析師的預測會受到投資人情緒的影響。

林美鳳, 金成隆, 與張淑慧 (2011) 以中央大學台灣經濟研究發展中心所調查的「消費者信心指數」作爲投資人情緒的替代變數, 分析投資人情緒是否對分析師的決策行爲有所影響。研究結果顯示當投資人情緒愈樂觀時, 有愈多的分析師加入預測行列, 且當分析師發佈預測或推薦前投資人情緒愈樂觀時, 分析師傾向發佈較長期的盈餘預測以及較有利的推薦評等。隨著投資人情緒的波動, 分析師亦會跟著修正其股票推薦。同時分析師的行爲受到近期的投資人情緒之影響最爲明顯。即使考慮景氣多空頭之影響後, 投資人情緒仍是影響分析師行爲決策的重要因素, 而且不論是本國或國外分析師在發佈股票預測或推薦時都會受到投資人情緒的影響。

回顧上述有關「假設投資人不理性但公司經理人理性」的文獻之中, 我們可以發現和國外文獻比較起來, 以台灣市場爲研究對象的相關議題較少, 只偏重融資決策、股票購回、媒體曝光度與廣告、分析師預測等。然而不論是上述哪一個議題, 我們都可以發現投資人的注意力是重要的因素, 行爲偏誤是影響投資人注意力的主要原因。投資人注意力較高 (低) 的股票容

臺灣大學學術期刊資料庫

易過度反應 (反應不足) 則會形成短期績效佳 (差) 而長期績效反轉的情況。廣告和媒體曝光度顯著影響投資人的認知, 進而影響其交易行爲。

目前以台灣市場爲研究對象的的文獻雖然提出許多投資人受到行爲偏誤影響的現象, 但未針對這樣的現象做進一步的研究, 例如, 理性的經理人是否會利用投資人的行爲偏誤來制定財務決策以爲公司或其個人謀取利益? 這是值得進一步研究的議題與方向。

4 未來研究方向

根據以上行爲投資學與行爲公司理財的文獻歸納與整理, 我們了解以台灣資料探討相關議題的主要發展與成果外, 也發現許多尚未被深入探討或目前仍未解決的問題, 以下我們將匯總相關問題, 提供國內研究者未來於思考行爲財務學相關研究議題時的參考。

與行爲投資學相關的未來研究方向包括: (1) 導致過度自信與處分效果行爲背後的主要因素。(2) 過度自信、處分效果與私房錢效應等, 皆與之前交易結果與後續風險承擔行爲有關, 如何清楚釐清不同效應以及其相互之間的關聯性。(3) 投資者情緒對市場與不同類型投資者交易行爲的影響。(4) 其他心理學常見現象, 例如: 熱手效應 (hot-hand effect)、小數法則 (law of small number) 與貨幣幻覺 (money illustration) 等, 於台灣金融市場的深入探討與分析。(5) 與國外的文獻相較, 目前以台灣金融市場資料爲樣本的文獻, 缺乏從行爲財務學角度系統性的深入分析金融市場異象的成因, 由於台灣金融市場的特殊性, 以台灣金融市場資料探討之價值, 則值得後續研究者思考。

與行爲公司理財相關的未來研究方向包括: (1) 目前行爲公司理財的研究分爲「假設公司經理人不理性但投資人理性」以及「假設公司經理人理性但投資人不理性」兩個部分。同時考慮「假設公司經理人不理性且投資人不理性」, 並釐清其造成財務決策的影響, 是一個發展的方向。(2) 以台灣市場爲研究對象的公司支付政策在行爲面的討論, 除了極少數的股票購回的討論之外, 其他相關支付政策的議題皆付之闕如, 未來可以深入研究。並且可以以行爲面的角度, 探討華人社會獨有偏好的股票股利政策。(3) 目前學術界對於公司治理機制如何影響不理性經理人的財務決策仍沒

臺灣大學學術期刊資料庫

有一致性的結論, 值得繼續深入分析。台灣公司的特殊股權結構, 在公司治理機制如何影響不理性經理人的議題, 提供另一個新穎的角度。(4) 以台灣市場爲研究對象的「假設公司經理人理性但投資人不理性」的投資決策幾乎沒有討論, 這是可以發展的方向。(5) 理性的經理人是否會利用投資人的行爲偏誤來制定財務決策以爲公司或其個人謀取利益? 這亦是值得進一步研究的議題與方向。

5 結論

本文回顧以台灣市場資料爲樣本的行爲財務學研究。首先描述文獻中常見的行爲財務學理論, 並將現有研究主題分爲行爲投資學及行爲公司理財兩大類別, 分別以國內文獻爲主, 配合國外文獻發展, 回顧台灣行爲財務學的研究現況及未來展望。我們發現台灣市場有許多特殊性, 例如市場以個別投資人爲主體, 交易週轉率偏高, 家族企業普遍, 公司股權結構集中等等。此外於投資學領域並有許多特殊資料可以應用。這些都提供台灣行爲財務學研究未來進一步發展的良好利基。

除了歸納整理現有的台灣行爲財務學文獻, 我們也根據國外相關研究的進程, 於各節以及上一節之中提出台灣市場未來可能的研究方向。希望透過本文系統性的整理分析, 能對國內學者於思考此一領域的未來可能研究方向時有所幫助。

參考文獻

王朝仕 (2011), “投資人對現金增資股票的過度反應行爲 — 魅力性觀點,” 《管理與系統》, 18, 633–662。(Wang, Chao-Shi (2011), “Investors’ Overreaction and the Performance of SEOs: The Charisma Perspective,” *Journal of Management and Systems*, 18, 633–662.)

王朝仕與陳振遠 (2008), “申購積極性對新上市公司股票績效的影響,” 《管理學報》, 25, 245–267。(Wang, Chao-Shi and Roger C. Y. Chen (2008), “Investors’ Aggressiveness in Open Subscription and the Performance of Initial Public Offerings,” *Journal of Management*, 25, 245–267.)

臺灣大學學術期刊資料庫

池祥萱, 林煜恩, 與周賓凰 (2009), “處份效果、強化承諾與共同基金績效,” 《管理評論》, 28, 1–18。(Chih, Hsiang-Hsuan, Yu-En Lin, and Ping-Huang Chou (2009), “Disposition Effects, Escalation of Commitment and Mutual Fund Performance,” *Management Review*, 28, 1–18.)

池祥萱, 林煜恩, 陳韋如, 與周賓凰 (2009), “公司執行長的媒體曝光度會影響公司績效嗎?” 《交大管理學報》, 29, 139–173。(Chih, Hsiang-Hsuan, Yu-En Lin, Wei-Ru Chen, and Ping-Huang Chou (2009), “Does CEO Media Coverage Affect Firm Performance?” *Chiao Da Management Review*, 29, 139–173.)

李建興, 沈中華, 與顏碧霞 (2010a), “基金風險狀態與投資人處分效果: 追蹤門檻模型的應用,” 《管理學報》, 27, 459–477。(Lee, Jen-Sin, Chung-Hua Shen, and Pi-Hsia Yen (2010a), “Risk States of Funds and Fund Investors’ Disposition Effects: Application of the Panel Threshold Model,” *Journal of Management*, 27, 459–477.)

——— (2010b), “從衆贖回與非從衆贖回下基金投資人處分效果之探討: 分量迴歸最小平方虛擬變數法,” 《管理與系統》, 17, 1–26。(Lee, Jen-Sin, Chung-Hua Shen, and Pi-Hsia Yen (2010b), “Fund Investors’ Disposition Effect vis-a-vis Herding Redemption and Non-Herding Redemption Using Quantile Regression Least Square Dummy Variable Estimator,” *Journal of Management and Systems*, 17, 1–26.)

李春安, 王嘉祺, 與羅進水 (2013), “貪婪與恐懼對投資人風險調整行爲之影響 — 展望理論觀點,” 《證券市場發展季刊》, 25, 1–54。(Li, Chun-An, Jia-Chi Wang, and Chin-Shui Lo (2013), “Greed, Fear and Investors Risk Adjustment Behavior: The Viewpoint of Prospect Theory,” *Review of Securities and Futures Markets*, 25, 1–54.)

李春安, 陳輝格, 與林慶章 (2011), “基金經理人風險調整行爲之研究 — 展望理論觀點,” 《財務金融學刊》, 19, 33–61。(Li, Chun-An, Hui-Ko Chen, and Chin-Chan Lin (2011), “Fund Managers’ Risk Adjustment Behavior: The Viewpoint of Prospect Theory,” *Journal of Financial Studies*, 19, 33–61.)

臺灣大學學術期刊資料庫

李春安, 羅進水, 與蘇永裕 (2006), “動能策略報酬: 投資人情緒與景氣循環之研究,” 《財務金融學刊》, 14, 73–109。(Li, Chun-An, Jin-Shuei Luo, and Yung-Yu Su (2006), “Momentum Returns, Investor Sentiments and Business Cycle,” *Journal of Financial Studies*, 14, 73–109.)

李婉真, 池祥萱, 與周淑芬 (2008), “CEO 媒體曝光度與公司績效: 公司治理重要嗎?” 《證券市場發展季刊》, 79, 71–102。(Lee, Wan-Chen, Hsiang-Hsuan Chih, and Shu-Fen Chou (2008), “Media Coverage of CEOs and Firm Performance: Does Corporate Governance Matter?” *Review of Securities and Futures Markets*, 79, 71–102.)

周賓凰, 池祥萱, 周冠男, 與龔怡霖 (2002), “行爲財務學: 文獻回顧與展望,” 《證券市場發展季刊》, 14, 1–46。(Chou, Pin-Huang, Hsiang-Hsuan Chih, Robin K. Chou, and Yi-Lin Gong (2002), “Behavioral Finance: A Literature Review,” *Review of Securities and Futures Markets*, 14, 1–46.)

周賓凰, 張宇志, 與林美珍 (2007), “投資人情緒與股票報酬互動關係,” 《證券市場發展季刊》, 19, 153–190。(Chou, Pin-Huang, Yu-chi Chang, and Mei-Chen Lin (2007), “The Interaction Between Investor Sentiment and Stock Returns,” *Review of Securities and Futures Markets*, 19, 153–190.)

林美珍與馬麗菁 (2012), “基金經理人交易行爲及其影響因素之研析,” 《管理與系統》, 19, 495–525。(Lin, Mei-Chen and Li-Ching Ma (2012), “Trading Behavior and Influential Factors of Mutual Fund Managers,” *Journal of Management and Systems*, 19, 495–525.)

林美鳳, 金成隆, 與張淑慧 (2011), “投資人情緒與分析師行爲之關聯性研究,” 《管理學報》, 28, 447–474。(Lin, Mei-Feng, Chen-Lung Chin, and Shu-Hui Chang (2011), “Investor Sentiment and Analyst Behavior,” *Journal of Management*, 28, 447–474.)

林哲鵬, 李春安, 與葉智丞 (2012), “投資人情緒與價格動能之關聯性,” 《管理與系統》, 19, 729–759。(Lin, Che-Peng, Chun-An Li, and Chih-Cheng Yeh (2012), “The Relationship Between Investor Sentiment and Price Momentum,” *Journal of Management and Systems*, 19, 729–759.)

臺灣大學學術期刊資料庫

林煜恩與池祥萱 (2013), “共同基金化承諾、處分效果與動能投資策略,” 《管理學報》, 30, 147–168。(Lin, Yu-En and Hsiang-Hsuan Chih (2013), “The Disposition Effect, Escalation of Commitment and Momentum Strategy in Mutual Funds,” *Journal of Management*, 30, 147–168.)

邱麗卿與馬詠蘭 (2013), “管理者過度自信及股權結構對銀行經營績效的影響,” 《台灣金融財務季刊》, 14, 31–64。(Chiu, Li-Ching and Yung-Lan Mao (2013), “The Relationships Among Managerial Overconfidence, Ownership Structure and Bank Operating Performance,” *Taiwan Banking and Finance Quarterly*, 14, 31–64.)

邱膿珍 (2013), “從衆行爲傾向對流動性影響之研究,” 《證券市場發展季刊》, 25, 147–206。(Chiu, Yen-Chen (2013), “Stock Market Liquidity and Herding Behavior,” *Review of Securities and Futures Markets*, 25, 147–206.)

洪榮耀與馬黛 (2006), “轉上市能增加媒體能見度嗎?” 《管理與系統》, 13, 181–200。(Hung, Jung-Yao and Tai Ma (2006), “Can Exchange Listing Improve Media Visibility?” *Journal of Management and Systems*, 13, 181–200.)

胡德中與馬黛 (2004), “由承銷價低估、市價高估與股權結構觀點分析最適釋股策略與 IPO 折價,” 《經濟論文》, 32, 227–272。(Hu, Te-Chung and Tai Ma (2004), “The Optimal IPO Strategy and IPO Discount: A New Perspective from Underpricing, Overreaction and Ownership Structure,” *Academia Economic Papers*, 32, 227–272.)

馬黛與李永全 (2008), “家族控制對負債融資決策的影響 — 以台灣爲例,” 《台大管理論叢》, 18, 133–170。(Ma, Tai and Yung-Chuan Lee (2008), “The Influence of Family Control on Leverage Decision: Taiwan Evidence,” *NTU Management Review*, 18, 133–170.)

張力, 蔡函芳, 林翠蓉, 王禹軒, 與洪榮華 (2013), “家族企業特性與經理人過度自信對其舉債決策之影響,” 《中山管理評論》, 21, 123–163。(Chang, Li, Han-Fang Tsai, Tsui-Jung Lin, Yu-Hsuan Wang, and Jung-Hua Hung (2013), “The Impact of Family Business Characteristics and Managers’

臺灣大學學術期刊資料庫

Overconfidence on Their Capital Structure Decisions," *Sun Yat-Sen Management Review*, 21, 123–163.)

許光華與林秉瑋 (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研究," 《管理學報》, 22, 85–107。(Hsu, Kuang-Hua and Ping-Wei Lin (2005), "A Study on Disposition Effect of Individual Investors: Empirical Findings Taking into Account Market Valuations," *Journal of Management*, 22, 85–107.)

許光華, 陳文華, 與黃嘉慧 (2004), "台灣股票市場過度自信假說之驗證," 《證市場發展季刊》, 16, 115–152。(Hsu, Kuang-Hua, Wen-Hua Chen, and Char-Huey Huang (2004), "Evidence on the Overconfidence Hypothesis in Taiwan Stock Market," *Review of Securities and Futures Markets*, 16, 115–152.)

許培基, 陳軒基, 與黃淑貞 (2005), "基金經理人爲何出現群集行爲," 《管理評論》, 24, 57–81。(Shu, Pei-Gi, Hsuan-Chi Chen, and Shu-Zhen Huang (2005), "Why Do Mutual Fund Managers Trade in Herd?" *Management Review*, 24, 57–81.)

許培基, 葉銀華, 邱琦倫, 與王宛婷 (2013), "管理者過度自信、完成購併機率與購併後績效," 《證券市場發展季刊》, 25, 129–160。(Shu, Pei-Gi, Yin-Hua Yeh, Chyi-Lun Chiu, and Wan-Ting Wang (2013), "Managerial Overconfidence, the Odds of Completing a Merger, and Post-Merger Performance," *Review of Securities and Futures Markets*, 25, 129–160.)

郭敏華, 郭迺鋒, 邱耀初, 與范秉航 (2005), "性別與投資行爲: 以台灣股票市場爲例," 《財務金融學刊》, 13, 1–28。(Kuo, Min-Hua, Nai-Fong Kuo, Yao-Chu Chiu, and Ping-Hang Fan (2005), "Gender and Investment Behavior: On Taiwanese Individual Investors," *Journal of Financial Studies*, 13, 1–28.)

陳曉蓉 (2010), "影響銀行分行活動之決定因素: 台灣銀行業之實證," 《管理評論》, 29, 89–116。(Chen, Hsiao-Jung (2010), "Determinants of Bank Branch Activities: Evidence from the Taiwanese Banking Industry," *Management Review*, 29, 89–116.)

臺灣大學學術期刊資料庫

傅英芬, 康信鴻, 與劉海清 (2010), “基金的廣告效果 — 申購與贖回之觀點,” 《經濟論文》, 38, 459–502。(Fu, Ying-Fen, Hsin-Hong Kang, and Hai-Ching Liu (2010), “The Mutual Fund Advertisement Effect and the Purchase and Redemption Flows,” *Academia Economic Papers*, 38, 459–502.)

葉智丞與李春安 (2012), “投資人情緒、從衆與非從衆行爲關聯性之研究,” 《證市場發展季刊》, 24, 141–182。(Yeh, Chih-Cheng and Chun-An Li (2012), “The Relationship Among Investor Sentiment, Herding and Non-Herding,” *Review of Security and Futures Markets*, 24, 141–182.)

葉銀華 (1999), “家族控股集團、核心公司股票報酬互動之研究 — 台灣與香港證券市場之比較,” 《管理評論》, 18, 59–86。(Yeh, Yin-Hua (1999), “Family Groupings, Core Business and Return Interaction: Taiwan and Hong Kong Stock Markets,” *Management Review*, 18, 59–86.)

葉銀華, 蘇裕惠, 柯承恩, 與李德冠 (2004), “公司治理機制對於關係人交易的影響,” 《證券市場發展季刊》, 15, 69–106。(Yeh, Yin-Hua, Yu-Hui Su, Chen-En Ko, and Te-Kuan Li (2004), “The Effect of Corporate Governance on Related Party Transaction,” *Review of Security and Futures Markets*, 15, 69–106.)

詹場, 胡星陽, 呂朝元, 與徐崇閔 (2011), “市場狀態與投資人對盈餘訊息之反應,” 《經濟論文叢刊》, 39, 463–510。(Chan, Chang, Shing-yang Hu, Chao-Yuan Lyu, and Chung-Min Hsu (2011), “The Market States and the Investors’ Reaction to Earnings News,” *Taiwan Economic Review*, 39, 463–510.)

劉永欽 (2009), “銀行財富管理業務之作業風險 — 從連動債券信用危機觀察,” 《經濟論文》, 37, 137–171。(Liu, Yong-Chin (2009), “The Operational Risks in Banks’ Wealth Management Services: A Perspective From the Credit Crisis of Structured Notes,” *Academia Economic Papers*, 37, 137–171.)

——— (2010), “公司經營行爲之賭資效應與損益兩平效應,” 《財務金融學刊》, 18, 63–92。(Liu, Yong-Chin (2010), “The House Money Effect

臺灣大學學術期刊資料庫

and Break-Even Effect of Corporate Operation Behaviors," *Journal of Financial Studies*, 18, 63–92.)

劉永欽與洪榮華 (2006), "過度自信與股市交易行爲關聯性之實證研究 — 以國內證商爲例," 《中山管理評論》, 14, 569–603。(Liu, Yong-Chin and Jung-Hua Hung (2006), "Overconfidence and Trading Behavior in Stock Market — An Empirical Study on Securities Firms in Taiwan," *Sun Yat-Sen Management Review*, 14, 569–603.)

劉永欽與陳乃菁 (2012), "我國銀行放款行爲與心理偏誤: 實證研究," 《證券市場發展季刊》, 24, 87–124。(Liu, Yong-Chin and Nai-Jing Chen (2012), "The Lending Behaviors of Banks in Taiwan: The Perspective of Psychological Biases," *Review of Securities and Futures Markets*, 24, 87–124.)

蔡佩蓉, 王元章, 與張衆卓 (2009), "投資人情緒、公司特徵與台灣股票報酬之研究," 《經濟研究》, 45, 273–322。(Tsai, Pei-Jung, Yung-Jang Wang, and Chong-Chuo Chang (2009), "Investor Sentiment, Firm Characteristics, and Stock Returns in Taiwan," *Taipei Economic Inquiry*, 45, 273–322.)

盧淵源, 蘇登呼, 與黃英忠 (2011), "企業新聞報導傾向與企業媒體關係管理: 財經雜誌 TFT-LCD 面板廠新聞之內容分析," 《中山管理評論》, 19, 801–832。(Lu, Iuan-Yuan, Teng-Hu Su, and Ing-Chung Huang (2011), "The Mass Media's Tenor of Business News Reporting and Companies' Media Relations Management: A Content Analysis of Business Magazines' News of TFT-LCD Panel Manufacturers," *Sun Yat-Sen Management Review*, 19, 801–832.)

盧陽正, 翁振益, 與方豪 (2008), "台灣股市三大法人持股調整、群聚效應、回饋交易、串流行爲與群聚之動量持續性," 《管理與系統》, 15, 523–543。(Lu, Yang-Cheng, Jehn-Yih Wong, and Hao Fang (2008), "Herding Effect, Feedback Trading, Cascading, and Momentum by Share Ownership Adjustments of Three Major Institutional Investors in Taiwan Stock Market," *Journal of Management and System*, 15, 523–543.)

臺灣大學學術期刊資料庫

羅進水與李春安 (2009), “從衆與非從衆行爲對市場報酬衝擊之研究,”《管理評論》, 28, 21–42。(Lo, Chih-Shui and Chun-An Li (2009), “The Impacts of Herding and Non-Herding on Market Returns,” *Management Review*, 28, 21–42.)

Ackert, Lucy F. and Richard Deaves (2010), *Behavior Finance: Psychology, Decision-Making and Markets*, Mason, OH: South-Western.

Anderson, Ronald C., Sattar A. Mansi, and David M. Reeb (2003), “Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt,” *Journal of Financial Economics*, 68, 263–285.

Arkes, Hal R. and Catherine Blumer (1985), “The Psychology of Sunk Cost,” *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 35, 124–140.

Baker, H. Kent and Martha C. Johnson (1990), “A Survey of Management Views on Exchange Listings?” *Quarterly Journal of Business and Economics*, 29, 3–20.

Baker, H. Kent and John R. Nofsinger (2010), *Behavioral Finance: Investors, Corporations, and Markets*, Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.

Baker, H. Kent, Gary E. Powell, and Daniel G. Weaver (1998), “The Effect of NYSE Listing on a Firm’s Media Visibility,” *Journal of Economics and Finance*, 22, 19–28.

Baker, Malcolm and Jeffrey Wurgler (2004a), “A Catering Theory of Dividends,” *Journal of Finance*, 59, 1125–1165.

——— (2004b), “Appearing and Disappearing Dividends: The Link to Catering Incentives,” *Journal of Financial Economics*, 73, 271–288.

——— (2007), “Investor Sentiment in the Stock Market,” *Journal of Economic Perspectives*, 21, 129–151.

——— (2013), *Behavioral Corporate Finance: An Updated Survey, Handbook of the Economics of Finance*, New York: Elsevier.

Barber, Brad M., Yi-Tsung Lee, Yu-Jane Liu, and Terrance Odean (2007), “Is the Aggregate Investor Reluctant to Realize Loss? Evidence From Taiwan,” *European Financial Management*, 13, 423–447.

——— (2009), “Just How Much do Individual Investors Lose by Trading?” *Review of Financial Studies*, 22, 609–632.

Barber, Brad M. and Terrance Odean (2000), “Trading is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors,” *Journal of Finance*, 55, 773–806.

臺灣大學學術期刊資料庫

Barber, Brad M. and Terrance Odean (2001), "Boy Will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment," *Quarterly Journal of Economics*, 116, 261–292.

Barberis, Nicholas, Andrei Shleifer, and Robert Vishny (1998), "A Model of Investor Sentiment," *Journal of Financial Economics*, 49, 307–343.

Barberis, Nicholas and Wei Xiong (2009), "What Drives the Disposition Effect? An Analysis of a Long-Standing Preference-based Explanation," *Journal of Finance*, 64, 751–784.

Ben-David, Itzhak (2010), "Dividend Policy Decisions," in H. Kent Baker and John R. Nofsinger (eds.), *Behavioral Finance*, Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.

Ben-David, Itzhak, John R. Graham, and Campbell R. Harvey (2007), "Managerial Overconfidence and Corporate Policies," NBER Working Paper, No. 13711.

Bergman, Nittai and Sugata Roychowhury (2008), "Investor Sentiment and Corporate Disclosure," *Journal of Accounting Research*, 46, 1057–1083.

Bertrand, Marianne and Antoinette Schoar (2003), "Managing With Style: The Effect of Managers on Firm Policies," *Quarterly Journal of Economics*, 118, 1169–1208.

Bhardwaj, Ravinder K. and LeRoy D. Brooks (1992), "Stock Price and Degree of Neglect as Determinants of Stock Returns," *Journal of Financial Research*, 15, 101–112.

Bikhchandani, Sushil, David Hirshleifer, and Ivo Welch (1992), "A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Changes," *Journal of Political Economy*, 100, 992–1026.

Brennan, Michael J. (1986), "A Theory of Price Limits in Futures Markets," *Journal of Financial Economics*, 16, 213–233.

Brown, Gregory W. and Michael T. Cliff (2004), "Investor Sentiment and the Near-Term Stock Market," *Journal of Empirical Finance*, 11, 1–27.

Chang, Chih-Hsiang, Chia-Ching Tsai, I-Hsiang Huang, and Hsu-Huei Huang (2012), "Intraday Evidence on Relationships Among Great Events, Herding Behavior, and Investors' Sentiments," *Chiao Da Management Review*, 32, 61–106.

Chang, Chuang-Chang, Pei-Fang Hsieh, and Yaw-Huei Wang (2015), "Sophistication, Sentiment, and Misreaction," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50, 903–928.

臺灣大學學術期刊資料庫

Chen, Tsung-Cheng and Mei-Ying Lai (2013), "Are Investors Rational? Evidence on the Impact of Industrial Framing Reclassification on Stock Market Reaction," *Journal of Behavior Finance*, 14, 1–8.

Cheng, Lee-Young, Z. Yan, Y. Zhao, and Li-Min Gao (2013), "Investor Inattention and Under-Reaction to Repurchase Announcements," *Journal of Behavioral Finance*, forthcoming.

Chiao, Chaoshin, Weifeng Hung, and Cheng F. Lee (2011), "Institutional Trading and Opening Price Behavior: Evidence From a Fast-Emerging Market," *Journal of Financial Research*, 34, 131–154.

Chordia, Tarun and Lakshmanan Shivakumar (2002), "Momentum, Business Cycle and Time-Varying Expected Returns," *Journal of Finance*, 57, 985–1019.

Chou, Robin K. and Yun-Yi Wang (2011), "A Test of the Different Implications of the Overconfidence and Disposition Hypotheses," *Journal of Banking and Finance*, 35, 2037–2046.

Chou, Robin K., Yun-Yi Wang, and Xuemin Yan (2010), "Patterns and Consequences of the Disposition Effect," The 18th Conference on the Theories and Practices of Securities and Financial Markets, Kaohsiung: National Sun Yat-sun University.

Chow, Edward H., Hsiao-Mei Lin, Yo-Min Lin, and Yin-Che Weng (2011), "The Performance of Overconfident fund Managers," *Emerging Market Finance and Trade*, 47, 21–30.

Chuang, Wei-I, Bong-Soo Lee, and Kai-Li Wang (2014), "U.S. and Domestic Market Gains and Asian Investors' Overconfident Trading Behavior," *Financial Management*, 43, 113–148.

Chuang, Wei-I and Rauli Susmel (2011), "Who is the More Overconfident Trader? Individual vs. Institutional Investors," *Journal of Banking and Finance*, 35, 1626–1644.

Claessens, Stijm, Simeon Djankov, and Larry Lang (2000), "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations," *Journal of Financial Economics*, 58, 81–112.

Conrad, Jennifer and Gautam Kaul (1998), "An Anatomy of Trading Strategies," *Review of Financial Studies*, 11, 489–519.

Daily, Catherine M. and Jonathan L. Johnson (1997), "Sources of CEO Power and firm Financial Performance: A Longitudinal Assessment," *Journal of Management*, 23, 97–117.

臺灣大學學術期刊資料庫

Daniel, Kent, David Hirshleifer, and Avanidhar Subrahmanyam (1998), "Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions," *Journal of Finance*, 53, 1839–1886.

——— (2001), "Overconfidence, Arbitrage, and Equilibrium Asset Pricing," *Journal of Finance*, 56, 921–965.

Das, Somnath, Carolyn Levine, and Konduru Sivaramakrishnan (1998), "Earnings Predictability and Bias in Analysts' Earnings Forecasts," *Accounting Review*, 73, 277–294.

De Bondt, Werner F. M. and Richard Thaler (1995), "Financial Decision-Making in Markets and Firms: A Behavioural Perspective," in V. Maksimovic R. Jarrow and W. T. Ziemba (eds.), *Handbook of Operations Research and Management Science*, vol. 9, Amsterdam: North Holland, 385–410.

DeLong, J. Bradford, Andrei Shleifer, Lawrence H. Summers, and Robert J. Waldmann (1990), "Noise Trader Risk in Financial Market," *Journal of Political Economy*, 98, 703–738.

Derrien, Francois (2005), "IPO Pricing in 'Hot' Market Conditions: Who Leaves Money on the Table," *Journal of Finance*, 60, 487–521.

——— (2010), in B. Finance H. Kent Baker and J. Nofsinger (eds.), *Initial Public Offerings*, Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.

Dittmar, Amy K. (2000), "Why do Firms Repurchase Stock," *Journal of Business*, 73, 331–355.

Dong, Ming (2010), in B. Finance H. Kent Baker and J. Nofsinger (eds.), *Mergers and Acquisitions*, Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.

Froot, Kenneth A., David S. Scharfstein, and Jeremy C. Stein (1992), "Herd on the Street: Information Inefficiencies in a Market with Short-Term Speculation," *Journal of Finance*, 47, 1461–1484.

Garbett, Thomas (1988), *How to Build a Corporation's Identity and Project its Image*, Lexington, MA: Lexington Books.

Garvey, Ryan and Anthony Murphy (2004), "Are Professional Traders Too Slow to Realize Their Losses?" *Financial Analysis Journal*, 60, 35–43.

Gervais, Simon (2010), "Capital Budgeting and Other Investment Decisions," in B. Finance H. Kent Baker and J. Nofsinger (eds.), *Behavioral Finance: Investors, Corporations, and Markets*, Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.

Gervais, Simon, James B. Heaton, and Terrance Odean (2011), "Overconfidence, Compensation Contracts, and Capital Budgeting," *Journal of Finance*, 66, 1725–1777.

臺灣大學學術期刊資料庫

Gervais, Simon and Terrance Odean (2001), "Learning to be Overconfident," *Review of Financial Studies*, 14, 1–27.

Gider, Jasmine and Dirk Hackbarth (2010), "Financing Decisions," in B. Finance H. Kent Baker and J. Nofsinger (eds.), *Behavioral Finance: Investors, Corporations, and Markets*, Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.

Glaser, Markus and Martin Weber (2007), "Overconfidence and Trading Volume," *Geneva Risk and Insurance Review*, 32, 1–36.

——— (2009), "Which Past Returns Affect Trading Volume?" *Journal of Financial Markets*, 12, 1–31.

Griffin, John M., Federico Nardari, and Rene M. Stulz (2007), "Do Investors Trade More When Stocks Have Performed Well? Evidence From 46 Countries," *Review of Financial Studies*, 20, 905–951.

Grinblatt, Mark and Matti Keloharju (2001), "What Makes Investors Trade?" *Journal of Finance*, 56, 589–616.

Grullon, Gustavo and Roni Michaely (2002), "Dividend, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis," *Journal of Finance*, 57, 1649–1684.

Gu, Zhaoyang and Joanna Wu (2003), "Earnings Skewness and Analyst Forecast Bias," *Journal of Accounting and Economics*, 35, 5–29.

Hackbarth, Dirk (2008), "Managerial Traits and Capital Structure Decisions," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43, 843–882.

Hamilton, James T. and Richard Zeckhauser (2004), "Media Coverage of CEOs: Who? What? Where? When? Why?" Working Paper, Harvard University.

Heaton, James B. (2002), "Managerial Optimism and Corporate Finance," *Financial Management*, 31, 33–45.

Hilary, Gilles and Lior Menzly (2001), "Does Past Success Lead Analysts to Become Overconfident?" *Management Science*, 52, 489–500.

Hirshleifer, David and Tyler Shumway (2003), "Good Day Sunshine: Stock Returns and Weather," *Journal of Finance*, 58, 1009–1032.

Hsiao, Hsiao-Fen, Chuan-Ying Hsu, Chun-An Li, and Ai-Chi Hsu (2011), "The Relationship Among Managerial Sentiment, Corporate Investment and Firm Value: Evidence From Taiwan," *Emerging Markets Finance and Trade*, 47, 99–111.

Hsieh, Shu-Fan (2013), "Individual Institutional Herding and the Impact on Stock Returns: Evidence from Taiwan Stock Market," *International Review of Financial Analysis*, 29, 175–188.

臺灣大學學術期刊資料庫

Hsu, Yuan-Lin and Edward H. Chow (2013), "The House Money Effect on Investment Risking Taking: Evidence From Taiwan," *Pacific-Basin Finance Journal*, 21, 1102–1115.

Huang, Yu-Chuan and Shu-Hui Chan (2014), "The House Money and Break-Even Effects for Different Types of Traders of Traders: Evidence From Taiwan Futures Markets," *Pacific-Basin Finance Journal*, 26, 1–13.

Hung, Weifeng (2014), "Institutional Trading and Attention Bias," *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 29, 71–91.

Hung, Weifeng, Chia-Chi Lu, and Cheng F. Lee (2010), "Mutual Fund Herding Its Impact on Stock Returns: Evidence From the Taiwan Stock Market," *Pacific-Basin Finance Journal*, 18, 477–493.

Ikenberry, David, Josef Lakonishok, and Theo Vermaelen (1995), "Market Underreaction to Open Market Share Repurchases," *Journal of Financial Economics*, 39, 181–208.

——— (2000), "Stock Repurchases in Canada: Performance and Strategic Trading," *Journal of Finance*, 55, 2373–2397.

Kahneman, Daniel and Dan Lovallo (1993), "Timid Choices and Bold Forecasts: A Cognitive Perspective on Risk Taking," *Management Science*, 39, 17–31.

Kahneman, Daniel and Amos Tversky (1973), "On the Psychology of Prediction," *Psychological Review*, 80, 237–251.

——— (1979), "Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk," *Econometrica*, 46, 263–291.

Kuo, Wei-Yu and Tse-Chun Lin (2013), "Overconfident Individual Day Traders: Evidence From Taiwan Futures Market," *Journal of Banking and Finance*, 37, 3548–3561.

Kyle, Albert S. and F. Albert Wang (1997), "Speculation Duopoly With Agreement to Disagree: Can Overconfidence Survive the Market Test?" *Journal of Finance*, 52, 2073–2090.

Lakonishok, Josef, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny (1992), "The Impact of Institutional Trading on Stock Prices," *Journal of Financial Economics*, 32, 23–43.

Langer, Ellen J. (1975), "The Illusion of Control," *Journal of Personality and Social Psychology*, 32, 311–328.

Laughhunn, Danny J. and John W. Payne (1984), "The Impact of Sunk Outcomes on Risky Choice Behavior," *INFOR (Canadian Journal of Operational Research and Information Processing)*, 22, 151–181.

臺灣大學學術期刊資料庫

Li, Hung Chih, Chao Hsien Lin, Teng Yuan Cheng, and Syouching Lai (2013), "How Different Types of Traders Behave in the Taiwan Futures Market," *Journal of Futures Markets*, 33, 1097–1117.

Li, Kai and William McNally (2003), "The Decision to Repurchase, Announcement Returns and Insider Holdings: A Conditional Event Study," *ICFAI Journal of Applied Finance*, 9, 55–70.

Lichtenstein, Sarah, Baruch Fischhoff, and Phillips (1982), *Calibration of Probabilities: The State of the Art to 1980*, Cambridge: Cambridge University Press.

Lin, Yu-En, Whei-May Fang, and Hsiang-Hsuan Chih (2014), "Throwing Good Money After Bad? The Impact of the Escalation of Commitment of Mutual Fund Managers on Fund Performance," *Journal of Behavior Finance*, 15, 1–15.

Lin, Mei-Chen (2005), "Returns and Investor Behavior in Taiwan: Does Overconfidence Explain This Relationship?" *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 8, 405–446.

Lin, Mei-Chen, Miaw-Jane Chen, and You-Yi Chen (2013), "The Impact of Limited Attention and News on the Investment Decisions of Mutual Fund Investors," *Journal of Financial Studies*, 21, 1–29.

Lin, Mei-Chen and Pin-Huang Chou (2011), "Prospect Theory and the Effectiveness of Price Limits," *Pacific-Basin Finance Journal*, 19, 330–349.

Lin, Yueh-Hsiang, Shing-Yang Hu, and Ming-Shen Chen (2005), "Managerial Optimism and Corporate Investment: Some Empirical Evidence From Taiwan," *Pacific-Basin Finance Journal*, 13, 523–546.

——— (2008), "Testing Pecking Order Prediction From the Viewpoint of Managerial Optimism: Some Empirical Evidence From Taiwan," *Pacific-Basin Finance Journal*, 16, 160–181.

Liu, Yu-Jane, Ming-Chun Wang, and Longkai Zhao (2010), "Narrow Framing: Professions, Sophistication, and Experience," *Journal of Futures Markets*, 30, 203–229.

Liu, Yu-Jane, Ming-Chun Wang, and Ning Zhu (2010), "Prior Consequences and Subsequent Risk Taking: New Field Evidence From Taiwan Futures Exchange," *Management Science*, 56, 606–620.

Ljungqvist, Alexander, Vikram Nanda, and Rajdeep Singh (2006), "Hot Market, Investor Sentiment and IPO Pricing," *Journal of Business*, 79, 1667–1702.

臺灣大學學術期刊資料庫

Locke, Peter R. and Zhan Onayev (2005), "Trade Duration: Information and Trade Disposition," *Financial Review*, 40, 113–129.

Loughran, Tim and Jay R. Ritter (1995), "The New Issues Puzzle," *Journal of Finance*, 50, 23–51.

Loughran, Tim, Jay R. Ritter, and Kristian Rydqvist (1994), "Initial Public Offerings: International Insights," *Pacific Basin Finance Journal*, 2, 165–199.

Lovallo, Dan and Daniel Kahneman (2003), "Delusions of Success. How Optimism Undermines Executives' Decisions," *Harvard Business Review*, 81, 56–63.

Luo, Jin-Shuei and Chun-An Li (2008), "Futures Market Sentiment and Institutional Investor Behavior in the Spot Market: The Emerging Market in Taiwan," *Emerging Market Finance and Trade*, 44, 70–86.

Malmendier, Ulrike and Geoffrey Tate (2005a), "CEO Overconfidence and Corporate Investment," *Journal of Finance*, 60, 2661–2700.

——— (2005b), "Does Overconfidence Affect Corporate Investment? CEO Overconfidence Measures Revisited," *European Financial Management*, 11, 649–659.

——— (2008), "Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market Reaction," *Journal of Financial Economics*, 89, 20–43.

——— (2009), "Superstar CEOs," *Quarterly Journal of Economics*, 124, 1593–1638.

Malmendier, Ulrike, Geoffrey Tate, and Jonathan Yan (2007), "Corporate Financial Policies With Overconfident Managers," *Journal of Finance*, 66, 1687–1733.

March, James G. and Zur Sharpia (1987), "Managerial Perspectives on Risk and Risk Taking," *Management Science*, 33, 1404–1418.

Mazur, Laura (1999), "Time to Buff the Chief Executive's Global Charisma," *Marketing*, 20, 20–25.

Milburn, Michael A. (1978), "Sources of Bias in the Prediction of Future Events," *Organizational Behavior and Human Performance*, 21, 17–26.

Mishra, Chandra S. and Daniel L. McConaughy (1999), "Founding Family Control and Capital Structure: The Risk of Loss of Control and the Aversion to Debt," *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23, 53–64.

Morck, Randall (2010), "Loyalty Agency Conflicts and Corporate Governance," in B. Finance H. Kent Baker and J. Nofsinger (eds.), *Behavioral Finance: Investors, Corporations, and Markets*, Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.

臺灣大學學術期刊資料庫

Odean, Terrance (1998a), "Volume, Volatility, Price and Profit When All Traders are Above Average," *Journal of Finance*, 53, 1887–1934.

——— (1998b), "Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?" *Journal of Finance*, 53, 1775–1798.

Pincus, J. David, Robert E. Rayfield, and Michael D. Cozzens (1991), "The Chief Executive Officer's Internal Communication Role: A Benchmark Program of Research," *Journal of Public Relations Research*, 3, 1–35.

Piotroski, Joseph D. and Darren T. Roulstone (2005), "Do Insider Trades Reflect Both Contrarian Beliefs and Superior Knowledge About Future Cash Flow Realizations," *Journal of Accounting and Economics*, 39, 55–81.

Puri, Manju and David T. Robinson (2007), "Optimism and Economic Choice," *Journal of Financial Economics*, 86, 71–99.

Ritter, Jay R. (1991), "The Long-Run Performance of Initial Public Offerings," *Journal of Finance*, 46, 3–27.

Rozeff, Michael S. and Mir A. Zaman (1998), "Overreaction and Insider Trading: Evidence From Growth and Value Portfolios," *Journal of Finance*, 53, 701–716.

Saunders, Edward M. J. R. (1993), "Stock Prices and Wall Street Weather," *American Economic Review*, 83, 1337–1345.

Scharfstein, David S. and Jeremy C. Stein (1990), "Herd Behavior and Investment," *American Economic Review*, 80, 465–479.

Seyhun, H. Nejat (1992), "Why Does Aggregate Insider Trading Predict Future Stock Returns?" *Quarterly Journal of Economics*, 107, 1303–1331.

Shefrin, Hersh (2002), *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavior Finance and the Psychology of Investment*, New York: Oxford University Press.

Shefrin, Hersh and Meir Satman (1985), "The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory And Evidence," *Journal of Finance*, 40, 777–790.

Shu, Pei-Gi, Sue-Jane Chiang, and Hsin-Yu Lin (2012), "Earnings Management, Managerial Optimism, and IPO Valuation," *Journal of Behavioral Finance*, 13, 147–161.

Shu, Pei-Gi, Shean-Bii Chiu, and Hsiu-Chuan Yeh (2009), "The Impacts of Individual Attributes and Stock Characteristics on Herding," *Review of Security and Futures Markets*, 21, 1–34.

臺灣大學學術期刊資料庫

Shu, Pei-Gi, Yin-Hua Yeh, Shean-Bii Chiu, and Hsuan-Chi Chen (2005), "Are Taiwanese Individual Investors Reluctant to Realize Their Losses," *Pacific-Basin Finance Journal*, 13, 201–223.

Shu, Pei-Gi, Yin-Hua Yeh, Shean-Bii Chiu, and Li-Hui Wang (2013), "The Impact of Market-Nurtured Optimism on Mergers: Empirical Evidence by the Taiwan's Equity Market," *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 16, 1–41.

Sias, Richard W. (2004), "Institutional Herding," *Review of Financial Studies*, 17, 165–206.

Spiess, D. Katherine and John Affleck-Graves (1995), "Underperformance in Long-run Stock Returns Following Seasoned Equity Offerings," *Journal of Financial Economics*, 38, 243–267.

Statman, Meir, Steven Thorley, and Keith Vorkink (2006), "Investor Overconfidence and Trading Volume," *Review of Financial Studies*, 19, 1531–1565.

Subrahmanyam, Avanidhar (2007), "Behavior Finance: A Review and Synthesis," *European Financial Management*, 14, 12–29.

Taylor, Shelley E. and Jonathon D. Brown (1988), "Illusion and Well-being: A Social Psychological Perspective on Mental Health," *Psychological Bulletin*, 103, 193–210.

Teng, Chia-Chen and Victor W. Liu (2011), "CEO Overconfidence and Pecking Order Prediction: Evidence From Taiwan Electronics Companies," *Journal of Financial Studies*, 19, 89–118.

Thaler, Richard H. (1980), "Toward a Positive Theory of Consumer Choice," *Journal of Economic Behavior and Organization*, 1, 39–60.

Thaler, Richard H. and Eric J. Johnson (1990), "Gambling With the House Money and Trying to Break Even: The Effects of Prior Choice," *Management Science*, 36, 643–660.

Tversky, Amos and Daniel Kahneman (1981), "The Framing Effect of Decisions and the Psychology of Choice," *Science*, 211, 453–458.

Weber, Martin and Colin F. Camerer (1998), "The Disposition Effect in Securities Trading: An Experimental Analysis," *Journal of Economic Behavior and Organization*, 33, 167–184.

Weinstein, Neil D. (1980), "Unrealistic Optimism About Future Life Events," *Journal of Personality and Social Psychology*, 39, 806–820.

Wu, ChenHui, ChinShun Wu, and Victor W. Liu (2010), "Limited Attention and Annual Earnings Announcements," *Academia Economic Papers*, 38, 413–457.

臺灣大學學術期刊資料庫

Yu, Hsin-Yi and Shu-Fan Hsieh (2010), "The Effect of Attention on Buying Behavior During a Financial Crisis: Evidence from the Taiwan Stock Exchange," *International Review of Financial Analysis*, 19, 270–280.

Yuan, Kathy, Lu Zheng, and Qiaoqiao Zhu (2006), "Are Investors Moonstruck? Lunar Phases and Stock Returns," *Journal of Empirical Fiance*, 13, 1–23.

投稿日期: 2014年2月28日, 接受日期: 2014年5月22日

Review of Behavioral Finance Studies in Taiwan

Yun-Yi Wang

Department of Finance, Feng Chia University

Hsiang-Hsuan Chih

Department of Finance, National Dong Hwa University

Robin K. Chou

Department of Finance, National Chengchi University

We review behavioral finance studies that use Taiwanese data and synthesize related literature in two major subfields: behavioral investment and behavioral corporate finance. We summarize the current development and shed light on potential future research topics in behavioral finance with Taiwanese data.

Keywords: behavioral finance, behavioral investment, behavioral corporate finance

JEL classification: G10, G30

臺灣大學學術期刊資料庫

臺灣大學學術
期刊資料庫