

# 投資心裡對投資績效的影響

## Investment psychological impact on investment performance

研究生：蔡盛全

國立高雄應用科技大學

財富暨稅務管理碩士班

Tomtsai0522@gmail.com

### 中文摘要

本研究主要探討投資人的心裡對投資報酬率的影響，研究樣本採自 2006 至 2015 年的台股加權指數及 2009 至 2015 年的個股指數。本研究的個股取電子股及金融股各兩檔個股。變數的部分以熊市及牛市列為自變數，並以這些自變數的報酬率進行實證結果分析。

實證結果方面分為台股加權指數、電子股及金融股三個部分，並分別探討這三類樣本在熊市及牛市時的報酬率。結果發現，熊市時進場的平均報酬率比較高，牛市時進場的平均報酬率比較低，符合「危機入市」的原則。

**關鍵字：**台股加權指數、電子股、金融股、熊市、牛市、報酬率

**Key Words：**TAIEX , Electronics Stocks , Financial stocks , Bear , Bull , Rate of return

## 第一章 緒論

### 第一節 研究背景與動機

近年來，儘管全球資本市場表現不俗，但大部分的投資人仍然抱怨獲利的並不是他們，而獲利的仍然是富人，因此我打算以此情形去研究分析一般人的投資心理是否會影響他們的投資報酬。通常一般人回習慣根據媒體、股市名嘴的看法去買進或賣出，但這麼做是否能獲利呢？以下探討這方面的問題。

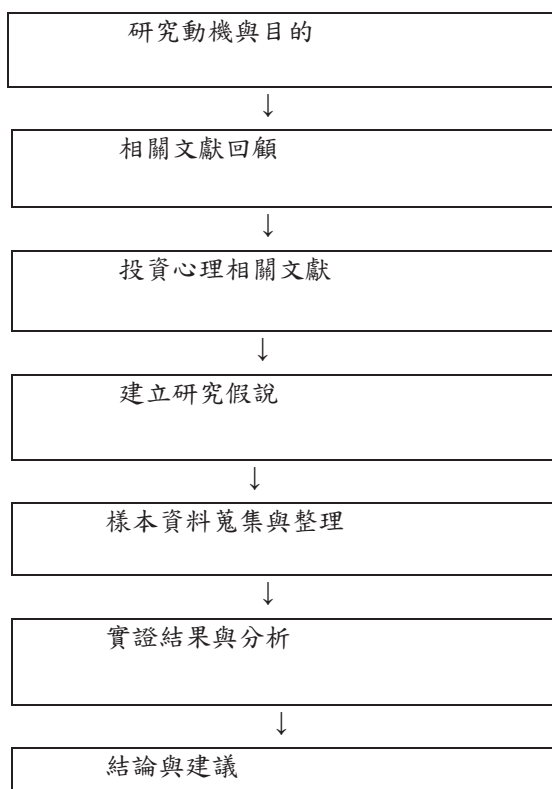
像 2007 年、2011 及 2014 年~2015 年中，全球股市都出現大幅上漲的現象，而且幾乎都突破歷史高點，再度創下歷史新高的股價，除了各國股市，許多國內外知名企業的股價也在去年（2015）達到歷史新高的股價，如：台積電、大立光及美國的 APPLE 等。

### 第二節 研究目的

投資心理對投資績效的影響很大。而較容易獲利或容易損失的投資人的心理分別是如何？投資人的心裡對投資績效的影響是本研究所關心的。

近年來，從投資人的過度自信、處置效應與經驗效應等心理偏誤，研究是否會影響到投資決策，已經受到很學者注意 Barber and Odean（1998）發現投資人羈為常會偏離理性，過度自信造成了交易過於頻繁，周轉率過高以及避免後悔的心理。Gervais and Odean（1999）指出投資人會藉由過去投資成功和失敗的經驗，來推論自己的能力，除了研究台股的加權指數，本研究更深入研究投資心理是否也適用在個股股票。

### 第三節 研究流程



### 第四節 研究架構

本研究分成五章來呈現，第一章的緒論到最後一章的結論與建議整理如下所示：

#### 第一章 緒論

描述本文的研究背景與動機、研究目的及研究架構

#### 第二章 文獻探討

整理研究之相關文獻，分三節探討，第一節為男性與女性的自信程度及報酬率；第二節為影響投資心理的因素；第三節為投資心理及投資績效關西之探討

#### 第三章 研究方法

介紹本研究的研究數據、期間、變數及所採用的研究方法，同時建立研究假說以利後續驗證

#### 第四章 實證結果

進行實證研究，並將研究結果做分析與討論

#### 第五章 結論與建議

根據研究結果做出本研究的結論，並提出後續研究的方向建議

## 第二章 文獻探討

投資心裡指得是投資者對於投資報酬、何時該進場或出場的看法等等。散戶及法人（外資）的投資心理大相逕庭，在資訊取得來源及運用資訊的方式也大不相同，散戶大部份會追高殺低，經常在股票上漲到相對高點時才進場，跌到相對低點時才賣出，但法人（外資）會去分析投資標的的資本面，並根據分析結果決定買入或賣出。

台灣證券交易所於1962年2月9日成立，成立至今五十餘年間經歷多次熊市與牛市，本研究以最近十年發生的熊市與牛市作為研究標的。

## 第一節 影響投資心理的因素

Undeberget al. (1994)的實證結果，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非理性行為的原因。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、及受獲利股票傾向。

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。

Marital, Filer and Simon (1988)指出，投資人在進行投資決策時，會受到個人人格特質的影響，並且不同的人格特質會產生不同的投資決策。

Felton, Gibson and Sanbonmatsu (2003)發現男性所願意承受的風險較女性高，使得投資組合的期末價值，男性的變異程度普遍較女性大。Gable, Lytton, O'Neill, Joo, and Klock (2006) and Cohen ( ? ) and Einav (2007)也都進一步指出，風險趨避和年齡與收入財富有正向的關係存在。

投資人的風險態度也是影響基金績效的重要因子。Markowitz (1952)的投資組合理論中，若能把低相關係數或負相關係數的資產納入投資組合內，便能有效的降低風險。Hallahan, Faff and McKenzie (2003)發現投資人風險容忍度與年齡、年所得與資產等有關。賴鈺城、鄭雅方和林友雯(2005)也指出性別、軍公教、金融業、居住地區、每月平均消費、婚姻狀態及有無子女等七項因素會影響風險承受能力。蔣世平(2010)認為男性與家庭平均年收入高於100萬的投資人，偏好投資高風險商品；而軍公教人員偏好投資風險程度較低的商品。

白芳華(2002)發現基金投資人傾向賣出有利得之基金，傾向於繼續持有損失之基金投資。這種處置效應在股市空頭時期比多頭時期顯著，並且投資人頻繁賣出有利得的基金之事後報酬率，均比仍持有損失基金之報酬率高。

許雅菁(2002)發現會影響投資者購買共同基金的選擇因素，和性別、婚姻、學歷、年齡及平均每月可支配所得有關。

彭蘇蓉(2003)推論出男性的風險容忍度較女性為高，因此在資產配置上，男性會比女性偏向較高風險的資產，並且教育程度愈高，風險容忍度也愈高。

張明宗(2003)指出教育程度和風險容忍有正向關係。

劉安傑(2006)以投資者背景變項角度，發現男性的風險知覺高於女性，男性多為投機型，而女性多為平衡型與保守型的投資者。

## 第二節 投資心理的盲點

曲燕「證券投資不良心理透視」中認為大多數投資人會有盲目聚眾心理、貪心懼險心理、猶豫不決心理及賭博心理。其中盲目跟隨心理指的是大多數投資人都是聽取別人意見而行動，表現出“一人購買，眾人趨之”。很多人其實不知道投資股票是需要基本的金融知識的，有一部分投資者對風險投資的理論瞭解很少，對獲利機會缺乏清醒的認知，對自己承受虧損能力無適當評估，未投入足夠的時間與精力，進行基礎分析、數分析等研究市場動態，在選擇交易品種、決定買賣時機等關鍵問題上幾乎沒有個人的獨立見解，主要依靠別人的意見做出決策。

貪心懼險心理指的是投資人要保持一顆“平常心”，因為想正確地判斷出股價的頂部和底部是件不容易的事情，要在每一次高峰賣出，而在低谷買進，更是“痴人作夢”。保持“含頭去尾，只求魚身”的心態。從事證券投資，收益目標別訂得太高。致富的慾望不要過於急切，不要乞求短時間內發大財，成為巨富。

唐維菱(2010)建議投資人在挑選基金時，不能單看報酬率優劣，應將 Sharpe 指標內含的投資總風險考量進來。

許銘展(2010)認為年紀越大的投資者處分效果越明顯，年紀大的投資者在投資上相當保守，導致投資虧損卻不認賠，存在明顯的處分效果。

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。

Barber and Odean (2001) 利用一家大型經紀商在 1991-1997 年的資料分析，發現男性較女性具過度自信，男性交易較女性頻繁，導致男性的投資報酬顯著低於女性，並且，男性較傾向於投資較具風險的部位，愈是年輕、單身，愈容易組成一個較具波動性的投資組合，且願意接受較高的市場風險。另外，已婚夫婦的投資決策會受到另一方的約制，所以過度自信的程度會較單身個體低。

張明宗(2003)指出教育程度和風險容忍有正向關係。

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。

### 第三章 研究方法

本研究參考曲燕的「證券投資不良心理透視」，探討在股票市場獲利的人經常都是少數人，本研究以熊市及牛市時，散戶及大戶的操作模式，同時還加入個股的分析。

#### 第一節 研究範圍

將股市分為熊市、牛市兩種狀況，以最近 10 年的指數代表散戶平均報酬，以民國 94 年 11 月到 104 年 11 月的指數為研究標的，資料來源有「stockQ」及「Yahoo 奇摩股市」。

除了以台股加權指數，選取兩檔電子股為研究標的，分別為鴻海、日月光。以及兩檔金融股，分別為富邦、中信金。電子股本來打算選擇台積電跟大立光做為研究標的，但台積電最近幾年沒有進入熊市，大立光也只有去年的那一波熊市而已，所以選擇了鴻海及日月光，這兩檔股票也是電子股中具有代表性的股票。

#### 第二節 研究假說之建立

在技術分析，股市下跌達到 20% 稱為熊市，股市上漲達到 20% 稱為牛市。熊市又稱空頭市場，牛市又稱多頭市場。

在許多關於投資秘訣的資料場提到說「危機入市」，也提到說散戶跟大戶（法人）操作的做法不同，像是：「大戶（法人）經常是在市場普片樂觀市獲利了結，在市場普片悲觀時進場」。

假說一：在市場普遍悲觀時進場會獲得較高的報酬率

在曲燕的「證券投資不良心理透視」認為：「人們容易受到“羊群心理”的影響」，常常因多數人看空未來市場發展而不敢進場。

假說二：個股也可運用危機入市的方法操作

本研究除了研究大盤是否可運用危機入式的方法操作以外，還從個股去研究危機入市的觀念是否成立。

假說三：在市場普遍樂觀時進場報酬率會較低

在曲燕的「證券投資不良心理透視」中，提到在股市上總是少數人賺多數人的錢。所以當大多數人“做多”時，自己尋找“做空”的理由，因為真理往往掌握在少數人的手中。據此本研究建立假說三。

假說四：電子股及金融股也能運用「牛市出場，熊市進場」

電子股及金融股占大盤比重最高，因此希望瞭解電子股及金融股是否能印證危機入市的觀念。

### 第三節 變數選取

本研究的自變數為熊市、牛市、電子股與金融股；應變數為到最近 10 年年底的報酬率，但因每次牛市及熊市的年份不同，所以每次牛市及熊市統計的年份也不同，而每年的報酬率因為每天的收盤價皆不同，因此本研究市以年底指數來計算當年度的報酬率。

加入個股去研究市因為大部分投資者投資股票的標的市各股股票，而非以大盤為投資標的，而電子股及金融股占大盤比重最高，因此選擇電子股及金融股作為研究標的。

大盤指數是以 2007 年至 2015 年為研究標的，在這幾年間，全球經歷次級房貸及後來演變成的金融海嘯，還有後來的歐債危機，因此大盤指數波動度很大。由於股市會提前反應未來景氣，因此在 2008 年時還沒到景氣谷底時，股價已經跌到最低點。而在 2009 年 3 月開始，當時景氣剛到谷底，但股價已經大幅反彈了。到了 2011 年底，當時歐債危機尚未進入高峰，但是當時股假指數也已經跌到最低點。

電子股最近幾年受 APPLE 銷售影響很大，因為台灣主要的電子大廠的主要業務是幫 APPLE 代工，因此 APPLE 的主要產品 iPhone 的銷售表現對台灣的電子業會有很大的影響。

變數	定義
牛市	股市漲幅達 20% 以上
熊市	股市跌幅達 20% 以上
電子股	主要業務為電子相關的上市公司
金融股	主要業務為金融相關的上市公司

選取樣本

牛市	大盤指數
熊市	大盤指數
電子股	鴻海、日月光
金融股	富邦、國泰、中信

熊市（2007 年 10 月至 2008 年 1 月）

年度		2007	2008	2009	2010	2011
年底指數		8506	4591	8188	8972	7072
此次高點	9854					
下跌 20% 時	7883	7.9%	-41.8%	3.9%	13.8%	-10.3%
最低點時	7408	14.8%	-38.0%	10.5%	21.1%	-4.5%

年度		2012	2013	2014	2015
年底指數		7699	8611	9307	8338
此次高點	9854				
下跌 20% 時	7883	-2.7%	9.2%	18.1%	5.8%
最低點時	7408	3.9%	16.3%	25.6%	12.6%

熊市（2008年5月至2008年11月）

年度		2008	2009	2010	2011
年底指數		4591	8188	8972	7072
此次高點	9295				
下跌 20%時	7436	- 38.3%	10.1%	20.7%	-4.9%
下跌 30%時	6506	- 29.4%	25.9%	37.9%	8.7%
下跌 40%時	5577	-17.7%	46.8%	60.9%	26.8%
下跌 50%時	4647	-1.2%	76.2%	93.1%	52.2%
最低點時	4089	12.3%	100.2%	119.4%	73.0%

年度		2012	2013	2014	2015
年底指數		7699	8611	9307	8338
此次高點	9295				
下跌 20%時	7436	3.5%	15.8%	25.2%	12.1%
下跌 30%時	6506	18.3%	32.3%	43.1%	28.2%
下跌 40%時	5577	38.0%	54.4%	66.9%	49.5%
下跌 50%時	4647	65.7%	85.3%	100.3%	79.4%
最低點時	4089	88.3%	110.6%	127.6%	103.9%

熊市（2011年4月至2011年12月）

年度		2011	2012	2013	2014	2015
年底指數		7072	7699	8611	9307	8338
此次高點	9145					
下跌 20%時	7316	-3.3%	5.2%	17.7%	27.2%	14.0%
最低點時	6633	6.6%	16.1%	29.8%	40.3%	25.7%

由以上幾張表格可看出，如果在最近 10 年熊市時進場，報酬率大部分是正的，如果在股票下跌幅度越大、市場越悲觀時進場，獲利會越高。但一般人會習慣依賴媒體、或股市名嘴所提供的資訊去決定是否進場，當他們普遍都看空，甚至唱衰目前景氣狀況時。一般人就會認為未來景氣還是不理想，甚至更壞，而不敢進場。但股市反應的是未來的景氣，不能以目前的狀況去衡量未來的狀況。「危機入市」其實在最近 10 年的台股，報酬率普遍來說是正報酬。

牛市（2008年1月至2008年5月）

年度		2008	2009	2010	2011
年底指數		4591	8188	8972	7072
此次低點	7408				
上漲 20%時	8890	-48.4%	-7.9%	0.9%	-20.4%
最高點時	9295	-50.6%	-11.9%	-3.5%	-23.9%

牛市（2008年1月至2008年5月）(續)

年度		2012	2013	2014	2015
年底指數		7699	8611	9307	8338
此次低點	7408				
上漲 20% 時	8890	-13.4%	-3.1%	4.7 %	-6.2%
最高點時	9295	-17.2%	-7.4%	0.1%	-10.3%

牛市 (2008 年 5 月至 2008 年 11 月)

年度		2008	2009	2010	2011
年底指數		4591	8188	8972	7072
此次低點	4089				
上漲 20% 時	4907	-6.4%	66.9%	82.8%	43.5%
上漲 30% 時	5316	-13.6%	54.0%	68.8%	33.0%
上漲 40% 時	5725	-19.8%	43.0%	56.7%	23.5%
上漲 50% 時	6134	-25.2%	33.5%	46.3%	15.3%
上漲 60% 時	6542	-29.8%	25.2%	37.1%	8.1%
上漲 70% 時	6951	-34.0%	17.8%	29.1%	1.7%
上漲 80% 時	7360	-37.6%	11.3%	21.9%	-3.9%
上漲 90% 時	7769	-40.9%	5.4%	15.5%	-9.0%
上漲 100% 時	8178	-43.9%	0.1%	9.7%	-13.5%
上漲 110% 時	8587	-46.5%	-4.6%	4.5%	-17.6%
上漲 120% 時	8996	-49.0%	-9.0%	-0.3%	-21.4%
最高點時	9145	-49.8%	-10.5%	-1.9%	-22.7%

年度		2012	2013	2014	2015
年底指數		7699	8611	9307	8338
此次低點	4089				
上漲 20% 時	4907	56.9%	75.5%	89.7%	69.9%
上漲 30% 時	5316	44.8%	62.0%	75.1%	56.6%
上漲 40% 時	5725	34.5%	50.4%	62.6%	45.6%
上漲 50% 時	6134	25.5%	40.4%	51.7%	35.9%
上漲 60% 時	6542	17.7%	31.6%	42.3%	27.5%
上漲 70% 時	6951	10.8%	23.9%	33.9%	20.0%
上漲 80% 時	7360	4.6%	17.0%	26.5%	13.3%
上漲 90% 時	7769	-0.9%	10.8%	19.8%	7.3%
上漲 100% 時	8178	-5.9%	5.3%	13.8%	2.0%
上漲 110% 時	8587	-10.3%	0.3%	8.4%	-2.9%
上漲 120% 時	8996	-14.4%	-4.3%	3.5%	-7.3%
最高點時	9145	-15.8%	-5.8%	1.8%	-8.8%

## 參考文獻

1. Barber and Odean (1998) 、Barber and Odean (2001)
2. Gervais and Odean (1999)
3. Underberget al. (1994)
4. Beyer and Bowden (1997)
5. herfin (2001)
6. Marital, Filer and Simon (1988)
7. Felton, Gibson and Sanbonmatsu (2003)
8. 郭敏華、郭迺鋒、邱耀初與范秉航 (2005)
9. 曲燕「證券投資不良心理透視」