

# 從展望理論探討影響投資人處分效果之實證研究

劉芝伶、魏文欽

E-mail: 9509756@mail.dyu.edu.tw

## 摘要

過去國內外探討處分效果 (disposition effect) 之研究大多使用檔案資料分析證實投資人存有處分效果，而檔案研究結果為市場整體現象，無法直接測試個人層面的決策。本研究從心理層面探討，而先前文獻僅提出可能影響處分效果之因素，鮮少研究提出實證，故本研究根據展望理論為基礎，使用 LISREL (Linear Structural Relations) 來分析，以無法觀察之潛在變數 (處分效果) 為主，探討投資人避免後悔之情緒、過度自信、風險態度與處分效果變數間之聯立關係。研究結果得知處分效果確實為避免後悔及過度自信之影響 (Shefrin & Statman, 1985; Odean, 2000)。研究發現投資人避免後悔的情緒明顯影響投資人的決策，而產生處分效果的現象；過度自信亦會明顯地影響投資人之處分效果；避免後悔對於處分效果之影響相對於過度自信對處分效果之影響要來的大。

關鍵詞：處分效果；避免後悔；過度自信；風險態度；LISREL

## 目錄

第一章 緒論 1.1 研究背景與動機 1 1.2 研究目的 5 1.3 研究流程 6 第二章 文獻探討 2.1 展望理論 (prospect theory) 8 2.2 處分效果 11 2.2.1 處分效果理論發展 12 2.2.1 國內外相關研究 12 2.3 影響處分效果之心理因素 25 2.3.1 風險態度 (risk attitude) 25 2.3.2 避免後悔 (avoid regret) 28 2.3.3 過度自信 (overconfidence) 30 2.4 影響處分效果之因素關係及假設 32 2.4.1 避免後悔、過度自信與風險態度之關係 32 2.4.2 風險態度與處分效果之關係 34 2.4.3 避免後悔與處分效果之關係 34 2.4.4 過度自信與處分效果之關係 35 第三章 研究設計 3.1 研究方法 37 3.2 測量尺度 39 3.3 研究樣本與工具 41 3.3.1 研究對象 41 3.3.2 採用問卷之原因 42 3.4 變數定義與衡量 42 3.4.1 研究變數之定義 42 3.4.2 變數之衡量 43 3.5 前測分析 47 3.6 線性結構關係 47 3.6.1 應用 LISREL 之理由 47 3.6.2 基本概念 48 3.6.3 模式的變數 (Variables) 49 3.6.4 模式架構與理論 50 第四章 實證分析 4.1 樣本結構分析 55 4.2 資料初步分析 57 4.2.1 常態性檢定 57 4.2.2 共線性檢定 59 4.2.3 信度分析 61 4.3 測量模式檢定 61 4.3.1 測量模式：驗證性因素分析 62 4.3.2 信度與效度 64 4.4 結構模式檢定 68 4.4.1 研究架構之結構關係 68 4.4.2 整體模式適合度之檢定 72 4.5 假設驗證 74 4.6 模式影響效果與討論 77 第五章 結論與建議 5.1 結論 81 5.2 管理意涵 82 5.3 研究建議 84 5.3.1 對投資者之建議 84 5.3.2 研究限制與對後續研究之建議 84 參考文獻 86

## 參考文獻

王保進 (1996)。統計套裝程式 SPSS 與行為科學研究。台灣：松岡。毛仁傑 (1989)。個人生活型態理財觀念與理財行為 - 台北市國小學生家長個案研究。台灣大學商學研究所碩士論文，未出版，台北市。白芳華 (2002)。基金投資人之錯置效果 - 台灣地區實證研究。國立臺灣大學財務金融研究所碩士論文，未出版，台北市。沙勝毅 (2000)。台灣股票市場散戶與外資投資心理之比較研究。私立銘傳大學國際企業管理研究所碩士論文，未出版，台北市。李朝明 (2003)。臺灣股票市場投資人錯置效果與盈虧之細部研究。國立臺灣大學財務金融研究所碩士論文，未出版，台北市。林清山 (1983)。多變項分析統計法。台北：東華書局。林清山 (1984)。線性結構關係電腦程式的理論與應用。測驗年刊，31，149-164。林秋雲 (2002)。股票投資人錯置效果之研究。私立輔仁大學統計研究所碩士論文，未出版，台北縣。邱皓政 (2005)。結構方程模式：LISREL 的理論、技術與應用。台灣：雙葉。許祐瑞 (2002)。台灣股市散戶與三大法人處分效果之研究。高雄第一科技大學金融營運系碩士論文，未出版，高雄縣。夏清田 (2001)。台灣證券交易所投資人交易行為與股票報酬率關係之研究。國立政治大學企業管理研究所碩士論文，未出版，台北市。高亞蕾 (2003)。處分效果與訊息釋放之關聯性 - 以台灣股市為例。靜宜大學會計學系研究所碩士論文，未出版，台中縣。陳忠慶 (1990)。個人理財手冊。台灣：遠流。張元福 (2004)。台灣股票市場散戶投資人處分效果之實證研究。國立屏東科技大學企業管理所碩士論文，未出版，屏東縣。彭毓珍 (2003)。台灣股票與指數期貨市場投資者行為之研究。國立成功大學，未出版，台南市。曾瑞弘 (2003)。台灣股市投資人處分效果之研究。靜宜大學會計學系研究所碩士論文，未出版，台中縣。楊國樞 (1992)。社會及行為科學研究方法 (上) (下)，十三版。台灣：中華東華。謝劍平 (2000)。財務管理 - 新觀念與本土化。台灣：智勝。龔怡霖 (2001)。行為財務學 - 文獻回顧與未來發展，國立中央大學財務管理研究所碩士論文，未出版，桃園縣。Anderson, J. C., & Gerbing, D. W. (1988). Structural equation modeling in practice: a review and recommended two-step approach. Psychological Bulletin, 103(3), 411-423. Bentler, P. M., & Bonett, D. G. (1980). Significant tests and goodness of fit in the analysis of covariance structures. Psychological Bulletin, 88(3), 588-606. Bentler, P. M., & Mooijaart, A. (1989). Choice of structural model via parsimony: A rationale based on precision. Psychological Bulletin, 106(2), 315-317. Coval, J., & Shumway, T. (2005). Do behavioral biases affect returns? Journal of Finance, 60(1), 1 - 34. Daniel, H. D., & Subrahmanyam, A. (1998). Investor psychology and security

market under-and overreactions. *Journal of Finance* , 53, 1839-1886. De Bondt, W. F. M. (1993). Betting on trends: Intuitive forecasts of financial risk and Return. *International Journal of Forecasting*, 9, 355-371. Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work, *Journal of Finance*, 25, 383-417. Ferris, S. P., Robert, A. H., & Anil, K. M. (1988). Predicting Contemporary Volume with History Volume at Differential Price Levels: Evidence Supporting The Disposition Effect. *The Journal of Finance*, 43, 677-699. Fornell, C., & Larcker, D. F. (1981). Evaluating Structural Equational Models With Unobservable Variables and Measurement error, *Journal of Marketing Research*, 18, 39-50. Garvey, R., & Murphy, A. (2004). Are professional traders too slow to realize their losses?, *Financial Analyst Journal*, 60(4), 35-43. Gilovich, T., & Medvec, V. H. (1995). The Experience of Regret: What, When, and Why. *Psychological Review*, 102, 379-395. Griffin, D., & Tversky, A. (1992). The weighing of evidence and the determinants of Confidence. *Cognitive Psychology*, 24, 411-435. Grinblatt, M., & Keloharju, M. (2001). What makes investor trade?, *Journal of Finance*, 56(2), 589 – 616. Haigh, M., & List, J. (2005). Do professional traders exhibit myopic loss aversion? An experimental analysis, *Journal of Finance*, 60(1), 523 – 534. Hair Jr., J. F., Anderson, R. E., Tatham, R. L., & Black, W. C. (1998). *Multivariate Data Analysis* (5th ed ). Prentice Hall College Div. Hatcher, L. (1998). *A Step-by-Step Approach to Using the SAS System for Factor Analysis and Structural Equation Modeling* (3rd ed), SAS Institute Inc. Joreskog, K.G., & Sorbom, D. (1993). *LISREL8 : User ' s Reference Guide*, IL : Scientific Software International. Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk, *Econometrica*, 47(2), 263 – 292. Kahneman, D., & Tversky, A. (1982). The Psychology of Preference. *Scientific American*, 246, 160-173. Kahneman, D., & Riepe, M.W. (1998). Aspects of investor psychology. *Journal of Portfolio Management*, 52-65. Kerlinger, F. N. (1992). *Foundations of Behavioral Research* , Orlando Florida : Harcourt Brace & Company. Krishnan, R., & Booker, D.M.. (2002). Investors ' Use of Analysts ' Recommendations. *Behavioral Research in Accounting*, 14, 129-156. Lakonishok, J., & Smidt, S. (1986). Volume for Winners and Losers: Taxation and Other Motives for Stock Trading. *The Journal of Finance*, 41, 951-974. Landman, J. (1993). Regret: The Persistence of the Possible. New York: Oxford University Press. Long, J.S. (1983). *Confirmatory Factor Analysis: A Preface to Lisrel*, Sage University Paper Series on Quantitative Application in the Social Science, 07-033. Beverly Hills: Sage. Loomes, G., & Sugden, R. (1982). Regret Theory: An Alternative Theory of Rational Choice under Uncertainty. *Economic Journal*, 92, 805-824. Mahajan, J. (1992). The Overconfidence Effect in Marketing Management Predictions, *Journal of Marketing Research*, 29, 329-342. Netemeyer, R. G., Johnston, M. W., & Burton, S., (1990). Analysis of Role Conflict and Role Ambiguity in a structural Equations Framework, *Journal of Applied Psychology*, 75, 148-157. Nunnally, J.C. (1978). *Psychometric Theory*. McGraw-Hill, N.Y. Odean, T. (1998). Are investors reluctant to realize their losses? *Journal of Finance*, 53, 1775-1798. Odean, T. (2000). Do investors trade too much? *American Economic Review*, 89, 1279-1298. Oskamp, S. (1965). Overconfidence in Case-Study Judgments, *Journal of Psychology*, 29, 261-265. Shapira, Z., & Venezia, I. (2001). Patterns of behavior of professionally managed and independent investors, *Journal of Banking and Finance*, 25(8), 1573-1587. Shefrin, H., & Statman, M. (1985). The disposition to sell winners too early and ride losers too long: The theory and evidence. *Journal of Finance*, 40, 777-790. Shiller, R.J. (1998). Human behavior and the efficiency of the financial system. *Handbook of Macroeconomics*. Shleifer, A. (2000). *Inefficient Market*, Oxford U. Press, Oxford. Statman, Meir & Thorley, S. (1999). Investor Over- confidence and Trading Volume. Working Paper. Weber, M., & Camerer, C.F. (1998). The Disposition Effect in Securities Trading: An Experimental analysis. *Journal Economic Behavior and Organization*, 33, 167-184.