財金論文叢刊
2021 年 6 月，第 34 期，65-81

台股共同基金經理人過度自信與處分效果之研究
Disposition Effect and Overconfidence Study of Mutual Fund Managers in Taiwan Stock Market

羅明敏(Ming-Min Lo)
朝陽科技大學財務金融系 助理教授
李見發(Jian-Fa Li)
朝陽科技大學財務金融系 副教授
邱國欽(Kuo-Ching Chiou)
朝陽科技大學財務金融系 副教授
洪雅惠(Ya-Hui Hung)
朝陽科技大學財務金融系 研究生

摘要

在過去普遍認為基金經理人具有較專業能力，較不容易有錯誤的投資觀念或是偏誤行為，如過度自信及處分效果行為。過度自信可解釋為經理人過度自信而交易頻繁，而處分效果為獲利時易將獲利部位售出但損失時卻會將損失部位保留，易有惜售的狀態。為探討此一情況，本研究之研究樣本採用 2008 年至 2017 年台灣股票型基金之月資料，並運用迴歸分析法探討在不同市場之情況下(整體市場、多頭市場、空頭市場以及盤整市場)，研究基金經理人之操作特性(基金持股率、淨值報酬率、基金週轉率、基金費用率)、基金績效指標(夏普指數、傑森指數)以及風險係數(標準差)對基金經理人之非理性行為(過度自信係數、處分效果係數)之影響及其影響程度。

在基金經理人過度自信方面，由於本研究採樣以存續期間達 10 年以上的基金為主，整體市場實證結果顯示長期基金經理人過度自信情況(即賣出週轉率較高的情況)並不顯著。但倘若區分不同市場，在多頭市場時 Sharpe 夏普指數增加代表基金績效良好，經理人易有過度自信行為；在空頭市場時隨著基金持股率增加、淨值報酬率加大以及基金週轉率之提高，顯示其過度自信係數提高，交易頻繁，代表基金經理人在這些情況下有可能產生過度自信行為。

在基金經理人處分效果方面，以基金週轉率來探討，實證結果顯示多頭市場基金週轉率較高，有急售利得的可能；而空頭市場基金週轉率較低，顯示產生惜售損失可能，可推論台股基金經理人錯置處分效果行為較明顯。而在惜售處分效果係數（即當期持股率較高的情況）上，整體上倘若基金持股率越低，惜售的處分效果狀況愈明顯；而淨值報酬率愈高也可能造成惜售處分效果愈高；而基金費用率愈高，則惜售處分效果係數愈大，顯示有為取得在盤整市場中，倘若淨值報酬率下降易有處分效果情況；而在盤整市場時，基金績效指標 Jensen 傑森指數與處分效果係數呈反向，顯示績效愈差，基金經理人持股愈高，惜售處分效果係數越高，顯示基金經理人有較明顯的錯置處分效果行為。

關鍵詞：過度自信效果; 處分效果; 週轉率

壹、緒論

一、研究背景與動機

隨著時代變遷，現在國人有越來越多的理財工具，例如：股票、債券、保險、期貨、外匯、原物料、不動產、衍生性金融商品以及共同基金。根據此調查，共同基金特性就是由專業的投資信託公司以發行受益憑證方式合法招募投資人資金，再將投資人之資金交由專業經理人操作之投資工具(以台灣為例 2018 年 12 月資料，共同基金投資金額境內基金規模已達 2.5 兆元)。

共同基金主要為彙集眾多投資人的小額資金成為一筆大資金，並且交由專業經理人去爭取到更低的費用率，或是進行投資組合以分散風險及獲得更多報酬。一般普遍認為專業基金經理人具有較專業判斷能力以及實際操作經驗，較不容易有錯誤的投資觀念或是偏誤行為，但是也因為專業基金經理人認為自己的能力過人，也可能會有過度自信之情況發生。

在過去一般財務理論皆假設所有投資人為理性，Kahneman and Tversky (1979)提出展望理論(prospect theory)，展望理論中提到交易者的心理並非是傳統財務理論中所描述的完全理性，而是要視交易者目前所面對的個人情況而定。展望理論認為交易者本身存在有認知偏誤(cognitivebias)的現象，也就是說人們在面對問題時，常常是無法充分瞭解自己所面對的情況，而是以個人本身的經驗法則，或是直覺來應對，交易者本身也不具有理性的控制能力。而此展望理論奠定了行為財務學之基礎，行為財務學又分為過度自信以及處分效果。而 Gervaris、Heaton 和 Odean(2002)將過度自信定義為：過度相信自己的私人資訊而忽略了外在實際的事實。Barber 和 Odean(1999)認為自信程度較高之交易者獲利時，會認為是自己能力較佳，進而導致交易行為更加頻繁。Shefrin 和 Statman(1985)將處分效果定義為：當投資人獲利時會將獲利部位售出，但是在損失時則會將損失部位保留，易有在損失時有惜售行為。

二、研究目的

在過去一般普遍認為專業基金經理人具有較專業判斷能力以及實際操作經驗，較不容易有錯誤的投資觀念或是偏誤行為，例如：過度自信行為以及處分效果行為。過度自信行為可解釋為經理人過度自信而交易頻繁，而處分效果為獲利時易將獲利部位售出但損失時卻會將獲利部位保留。為探討此一情況，本研究之研究樣本採用 2008 年至 2017 年台灣股票型基金之月資料，並運用迴歸分析法探討在不同市場之情況下(整體市場、多頭市場、空頭市場以及盤整市場)，基金經理人之操作特性(基金持股率、淨值報酬率、基金週轉率、基金費用率)、基金績效指標(Sharpe 夏普指數、Jensen 傑森指數)以及風險係數(標準差)對基金經理人行為財務學之非理性行為(過度自信係數、處分效果係數)之影響及其影響程度。

貳、文獻回顧

一、行為財務學理論

Fama(1970)提出效率市場假說，其內容表示：如果價格能夠反映所有市場的訊息即為效率市場，而在效率市場當中不存在異常報酬。長久以來，經濟學都認為人類對於決定都是極為理性的，然而市場上並不如此。

Kahneman 與 Tversky(1979)年提出展望理論，其內容表示：在不確定的情況下，每個人對風險的承受度不同，因此每個人的決策也會不同。而此展望理論奠定了行為財務學之基礎，行為財務學主要分為五大項，其中包含：過度自信(overconfidence)、處分效果(disposition effect)、私房錢效果(house money effect)、投資人情緒(investor sentiment)以及從眾行為(herding)。

Shefrin（2000）研究表示，在過去大多的市場假設皆是人類完全理性，但事實並不如此。Shefrin 加入了心理學的因素，來看待市場投資人的行為、決策、以及市場上的變化。

二、過度自信行為之探討

Barber and Odean(1999)認為自信程度較高之交易者獲利時，會認為是自己能力較佳，進而導致交易行為更加頻繁。王鈺琳(2013) 參考 Puetz and Ruenzi (2011) 之研究，針對 2003 年 1 月至 2012 年 12 月止之台灣股票型共同基金為研究對象，將買入週轉率與賣出週轉率取小值做為基金經理人過度自信之代理變數，並依據其所建構之模型，利用最小平方法、固定效果與隨機效果進行分析。實證結果顯示前期基金績效與本期基金週轉率具有顯著正向關係，顯示台灣股票型基金經理人存在過度自信。

Odean(1998)認為在市場上若交易者自信程度較高，會使交易量增加、價格波動性上升，但報酬率會因此而減少。Carhart(1997)研究顯示過度交易行為會造成交易成本上升，造成報酬率降低。Daniel and Titman（1999）認為若投資人有過度自信的情況發生，投資人會刻意忽略與自己想法不同的資訊，以增加自己的自信。

温霈蓮(2017)發現基金週轉率對報酬率有負向影響，但經理人之性別、學位、本科系對報酬率並無影響。楊又慈(2007)參考 Weber and Camerer（1998）的模型，使用處分係數法，針對 1991 年至 2006 年台灣上市公司資料，探討是否具有處分效果以及過度自信之情況，其結果顯示當過度自信情況發生時，交易週轉率上升造成交易費用上升，使淨利減少，甚至損失。

三、處分效果行為之探討

Ammann et al. (2012) 使用實現利得與實現損失比率法針對 1993 年至 2005 年的共同基金資料，結果顯示基金經理人在費用率，周轉率、基金成立日期皆為處分效果之影響因素，且就算是專業經理人也有處分效果之行為。

Barber et al.(2007)使用實現利得與實現損失比率法針對 1994 年至 1999 年的台灣證券交易所之資料研究台灣股票市場投資人是否有處分效果，其結果顯示不論性別在多空頭時期皆有處分效果之行為發生。

Tung(2012)使用 Jordan 和 Diltz(2004)之模型結合 t 檢定檢驗 1999 年至 2008 年之中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會(SITCA)資料檢驗基金經理人之投資行為是否有處分效果，結果顯示基金經理人具有處分效果之行為。

張嘉軒(2014)結合 Weber and Camerer（1998）和陳正佑等（2008）所提出之模型探討台灣股票型共同基金的投資行為是否有處分效應，並探討其與投資績效之間的關係研究結果顯示：(1)處分效應的投資行為是存在的，且與績效為顯著的正相關；(2)手續費率及費用率與績效為顯著的負相關，手續費率和費用率若是越高，績效越差；(3)基金淨值與績效為顯著的正相關，基金淨值越高，績效越好。

王信盛(2006) 參考 Weber and Camerer（1998）的模型，使用處分係數法，針對 2003 年 1 月至 2004 年 8 月國內基金經理人之出售比率、規模以及報酬率，其研究結果顯示投信法人不具處分效果之行為且報酬及規模不顯著影響處分效果。

參、研究方法與模型

本章分為四節，第一節為資料來源及樣本取樣說明，說明本研究所蒐集之相關資料來源及樣本資料選取標準。第二節為市場狀態之區分，區分台灣股價加權指數之多頭市場、空頭市場和整盤期間。第三節為研究方法與變數，說明本研究中所使用的研究方法與變數。第四節為實證模型，說明本研究之研究實證模型。

一、資料樣本與期間

本研究使用 2008 年至 2017 年中華民國信託暨顧問商業公會(STICA)、台灣經濟新報(TEJ)以及台灣共同基金績效評比之股票型基金資料。研究變數包括基金經理人操作特性(基金持股率、淨值報酬率、基金週轉率、基金費用率)、基金績效指標(Sharpe 夏普指數、Jensen 傑森指數)以及風險係數(標準差)，資料頻率為月資料。

二、不同股市多空頭市場狀態之區分

本研究使用 Pagan and Sossounov(2003)之方法，先找到台灣股價加權指數之相對高、低點確立波峰和波谷之後，便能歸納出多頭市場、空頭市場和整盤期間。

(一) 找出股價相對波峰、波谷

股價之相對波峰(相對波谷)必須為當月股價之前後八個月之相對最高(低)點，且持續時間必須大於等於四個月才能將該股價定位為相對波峰(谷)。

相對波峰：$\text{Max}(P_{t-8}, \ldots, P_{t-1})<P_t>\text{Max}(P_{t+1}, \ldots, P_{t+8})$

相對波谷：$\text{Min}(P_{t-8}, \ldots, P_{t-1})>P_t<\text{Min}(P_{t+1}, \ldots, P_{t+8})$

(二) 定位多頭市場、空頭市場

找到相對之波峰、波谷之後，定位多、空頭市場必須符合台灣股價加權指數走勢必須為持續上升(下降)且漲跌幅必須大於百分之二十，才能將該期間定位為多、空頭市場。

(三) 定位盤整期間

找到相對之波峰、波谷之後以及多、空頭市場之後，若是台灣股價加權指數走勢不符合持續上升(下降)或漲跌幅未達百分之二十，無法定義為多頭市場或空頭市場，及定位為盤整市場。

三、研究方法與模型

(一) 積差相關係數

最早在 19 世紀由 Pearson 提出，又稱為 Pearson 係數及動差乘積相關係數。Pearson 係數主要為反映兩個變數之間密切程度的指標，若是 Pearson 係數值等於 0 時，代表自變數和應變數完全不相關；當 Pearson 係數值等於 1 時，代表自變數和應變數完全正相關及該自變數和應變數會同向增減，而當 Pearson 係數值等於-1 時，代表自變數和應變數完全負相關及該自變數和應變數會反向增減。一般認為 Pearson 係數大於 0.8 表示該自變數和應變數呈現高度相關。Pearson 係數公式如下：

$$\mathrm{r} = \Sigma(X_i - X)(Y_i - Y) \Big/ \sqrt{(\Sigma(X_i - X)^2) \times (\Sigma(\mathrm{Yi} - \mathrm{Y})^2)}$$

(二) 共線性

共線性指的是在兩個或兩個以上的自變數存在完全線性或幾乎完全線性的關係。基本上大多的自變數之間皆存在一定程度的關聯，及相關係數在 0 和 1 之間，可以使用的技術指標有以下兩種：

1. 允差值(Tolerance)

自變數之間的共線性反映在數值指標的相關係數，若相關係數值為 1 或接近 1 則表示存在共線性。允差值的公式為 1 減相關係數之平方，當允差值越接近 0，自變數之共線性可能性越大；若允差值之絕對值越大，則自變數之間越不會有共線性之關係。

2. 變異數膨脹係數(Variance Inflation Factor; VIF)為允差值之倒數，若變異數膨脹係數越大，則自變數之間有共線性之可能性越大。一般檢定共線性是否存在可觀察允差值是否大於 0.1、VIF 值是否小於 10，若是允差值大於 0.1 且 VIF 值小於 10 則表示並不存在共線性。

(三) 研究方法：

本研究第一部份採用行為財務學的觀點來設計共同基金經理人是否存在過度自信

效果與處分效果之行為，此部份的研究設計實證結果，預計以本研究設計應變數基金經理人行為財務學之兩種行為觀察係數指標，以台股基金 2008 年至 2017 年基金之敍述統計實證結果來說明。

本研究第二部份，為進一步探討何種因素為造成基金經理人過度自信與處分效果的因素，本研究使用 Galton(1877)提出之迴歸分析法，該方法主要為探討自變數(X)對應變數(Y)是否具有因果關係。其應變數為基金經理人行為財務學之非理性變數(過度自信係數 Y_1、處分效果係數 Y_2)，自變數為基金經理人操作特性(基金持股率、淨值報酬率、基金週轉率、基金費用率)、基金績效指標(Sharpe 夏普指數、Jensen 傑森指數)以及風險係數(標準差) 。

第一部份採用行為財務學的觀點來設計共同基金經理人是否存在過度自信效果與處分效果之行為觀察係數指標：

1.應變數為基金經理人行為財務學變數(過度自信係數 Y_1、惜售處分效果係數 Y_2)

(1).過度自信係數(Y_1)：

由研究顯示過去學者 Gervaris、Heaton 和 Odean(2002)將過度自信定義為過度相信自己的私人資訊而忽略了外在實際的事實。Barber and Odean(1999)認為自信程度較高之交易者獲利時，會認為是自己能力較佳，進而導致交易行為更加頻繁，故本研究定義過度自信係數與基金經理人買賣週轉率有關，基本上倘若基金經理人有過度自信的行為，賣出週轉率易大於買入週轉率。因此本研究參考 Weber and Camerer(1998)，設定過度自信係數之變數為 α。

$$\alpha=\frac{\text{賣出週轉率}-\text{買進週轉率}}{\text{賣出週轉率}+\text{買進週轉率}}$$

倘若 $\alpha>0$，顯示賣出週轉率大於買進週轉率，經理人對自己交易能力有信心，因此賣出週轉率會大於買入週轉率，交易較為頻繁，顯示基金經理人具有過度自信的行為。而賣出交易較為頻繁，也顯示經理人較有短線操作的可能。

(2).處分效果係數(Y_2)：

由於過去學者 Shefrin 和 Statman(1985)將處分效果定義為當投資人獲利時會將獲利部位售出，但是在損失時則會將損失部位保留，故會產生急售利得、惜售損失，較有錯置行為與績效差時惜售的狀況。故本研究定義處分效果分兩個部份來探討：

一與基金經理人持股比例有關，設定惜售處分效果係數之變數為 β。

$$\beta=\frac{\text{當期總持股金額}-\text{前期總持股金額}}{\text{當期總持股金額}+\text{前期總持股金額}} \times \text{基金持股率}$$

倘若 $\beta>0$，顯示基金經理人當期持股金額較前期為高，代表可能較有機會產生惜售

之情況，故可觀察各個自變數對處分效果係數的影響，來衡量基金經理人在何種情況下，會產生錯置效果或惜售處分效果的行為。

二與基金之週轉率有關，而另一種觀點，為探討是否存在基金經理人獲利時會將獲利部位售出，但是在損失時則會將損失部位保留，是否產生急售利得、惜售損失，亦可從基金週轉率來觀察。若股票市場為多頭期間，較有急售利得的可能，因此基金週轉率此時應為較高；另在空頭期間，由於可能產生損失，故有可能產生惜售損失的情況，故可能產生基金週轉率較低的情況。兩者可一併進行探討。

2.自變數為基金經理人操作特性(基金持股率、淨值報酬率、基金週轉率、基金費用率)、基金績效指標(Sharpe 夏普指數、Jensen 傑森指數)以及風險係數(標準差)

(1)基金經理人操作特性

基金持股率(X_1)：投資股數/流通在外股數

淨值報酬率(X_2)：計算近一個月淨值之變動幅度。

基金週轉率(X_3)：由每月投資人申講等換算累計及單月買進賣出周轉率。

基金費用率(X_4)：總費用(經理費+保管費+其他費用) /基金淨資產

(2) 風險係數

標準差(X_5)：是指投資標的價格變異數的平方根，也是價格波動的風險。

$\sigma(R)=\sqrt{\sum_{n=1}^{N}[Ri - E(R)]^2 \times P(Ri)}$

(3) 基金績效指標

Sharpe 夏普指數(X_6)：表示承擔每一單位風險(標準差)所獲得之超額報酬。

$$\text{Sharpe 夏普指數}=\frac{(Rp-Rf)}{\sigma_p}$$

Rp 平均月報酬率　　Rf 無風險利率　　σp 報酬率的標準差

Jensen 傑森指數(X_7)：衡量基金績效超過其承擔市場風險所應得報酬部分。

若 Jensen 傑森指數大於 0，表示該基金有異常報酬

若 Jensen 傑森指數小於 0，表示該基金低於無風險利率

$\alpha 1=Ri-[Rf+\beta i(Rm-Rf)]$

Ri 月報酬率　　Rf 無風險利率　　Rm 市場報酬率

四、研究模型

本研究第一部份採用行為財務學的觀點來設計共同基金經理人是否存在過度自信效果與處分效果之行為，此部份的研究設計實證結果，預計以本研究設計應變數基金經

理人行為財務學之兩種行為觀察係數指標，以台股基金 2008 年至 2017 年基金之敍述統計實證結果來說明。

第二部份，結合前述採用 Pagan and Sossounov(2003)探討不同股市多空頭期間，為進一步探討何種自變數為造成基金經理人過度自信與處分效果的因素，本研究使用 Galton(1877)提出之迴歸分析法，迴歸分析模型設計依序如下：

模型一：基金經理人操作特性(基金持股率、淨值報酬率、基金週轉率、基金費用率)、風險係數(標準差) 以及基金績效指標(Sharpe 夏普指數、Jensen 傑森指數)對過度自信係數（賣出週轉率交易頻率）之影響及其影響程度。

$$Y_1=\alpha_0+\alpha_1X_1+\alpha_2X_2+\alpha_3X_3+\alpha_4X_4+\alpha_5X_5+\alpha_6X_6+\alpha_7X_7+\varepsilon$$

Y_1=過度自信係數

X_1=基金持股率

X_2=淨值報酬率

X_3=基金週轉率

X_4=基金費用率

X_5= Sharpe 夏普指數

X_6= Jensen 傑森指數

X_7=標準差

模型二：基金經理人操作特性(基金持股率、淨值報酬率、基金週轉率、基金費用率)、基金績效指標(Sharpe 夏普指數、Jensen 傑森指數)以及風險係數(標準差)對處分效果係數（惜售處分效果係數）之影響及其影響程度。

$$Y_2=\alpha_0+\alpha_1X_1+\alpha_2X_2+\alpha_3X_3+\alpha_4X_4+\alpha_5X_5+\alpha_6X_6+\alpha_7X_7+\varepsilon$$

Y_2=處分效果係數

X_1=基金持股率

X_2=淨值報酬率

X_3=基金週轉率

X_4=基金費用率

X_5= Sharpe 夏普指數

X_6= Jensen 傑森指數

X_7= 標準差

肆、實證結果分析

一、敘述統計結果（過度自信效果與處分效果之行為觀察係數指標）

第一部份採用行為財務學的觀點來設計共同基金經理人是否存在過度自信效果與處分效果之行為觀察係數指標的十年期敍述統計結果來說明（表 4-1）。

本研究為研究長期台股共同基金經理人的行為，並為將整體股票市場(ALL)期間，再細分為多頭市場、空頭市場、盤整市場來研究。採樣資料來源為為中華民國信託暨顧問商業公會(STICA)、台灣經濟新報(TEJ)以及台灣共同基金績效評比之股票型基金資料，研究樣本為 2008 年至 2017 年之股票型基金，但為保留完整長期研究資料，受限資料限制，共計採樣 50 支基金、期間為十年，總共 6,000 筆資料。其中包含多頭市場 75 個月共 3,750 筆資料、空頭市場 19 個月共 950 筆資料以及盤整市場 26 個月共 1,300 筆資料。

表 4-1 各種市場之敘述統計表

項目	整體市場(ALL)			多頭市場			空頭市場			盤整市場		
	最大值	最小值	平均數	最大值	最小值	平均數	最大值	最小值	平均數	最大值	最小值	平均數
過度自信係數 α	249.0	-50.4	-0.04	181.0	-17.6	-0.05	26.45	-11.7	-0.07	249.0	-50.3	0.01
處分效果係數 ß	30.57	-0.93	0.00	30.57	-0.93	0.01	0.95	-0.92	0.00	0.91	-0.91	0.00
基金持股率	98.15	11.22	50.65	98.15	12.09	51.39	96.20	11.75	47.33	95.76	11.22	50.93
淨值報酬率	30.83	-27.2	0.76	30.83	-12.0	2.12	19.81	-27.2	-3.54	19.91	-26.0	-0.02
基金週轉率	232.9	-113.	16.30	105.7	-113.	17.52	232.9	-8.97	13.64	130.7	-10.4	14.70
基金費用率	0.43	0.07	0.14	0.29	0.07	0.14	0.18	0.10	0.14	0.43	0.10	0.14
年化標準差	51.06	5.10	19.53	51.06	5.10	17.04	47.59	9.30	24.64	48.18	7.69	22.96
Sharpe 夏普指數	1.42	-0.77	0.12	1.42	-0.71	0.21	0.86	-0.70	-0.05	0.83	-0.77	0.01
Jensen 傑森指數	3.62	-3.75	0.05	3.62	-3.29	0.07	2.35	-3.75	-0.05	2.23	-2.38	0.06

敍述統計資料分析：根據表 4-1 可以看到在各種市場之情況下各變數之最大值、最小值以及平均值。其中，在重要的應變數及自變數研究結果上：

(一)過度自信效果部份：

1.過度自信係數 α：依照本研究設計過度自信係數 α 與賣出週轉率與買進週轉率有關，倘若 $\alpha>0$，顯示賣出週轉率大於買進週轉率，經理人對自己交易能力有信心，賣出交易較為頻繁，較有短線操作的可能與過度自信的行為。然而就表 4-1 過度自信係數 α 敍述統計結果平均值來看，除盤整期間以外，在整體市場及多頭市場與空頭市場期間，過度自信係數 $\alpha<0$，顯示賣出週轉率小於買進週轉率。由於本研究採樣研究之 50 檔台股共同基金存續期間皆達 10 年以上(2008 年至 2017 年)，推論此類型的共同基金經理人有可能操作績效傾向較為穩健與偏長期性操作，故較不存在賣出週轉率大於買入週轉率，

可推論較無過度自信的行為。

(二)處分效果部份：

1.惜售處分效果係數 β:由於處分效果定義可視為投資人獲利時會將獲利部位售出，但是在損失時則會將損失部位保留，較有錯置行為與績效差時惜售的狀況。本研究設計惜售處分效果係數 β 與當期持股比率與前期持股比率有關， β>0 顯示基金經理人當期持股情況較前期為高，代表可能較有機會產生惜售之情況。依據表 4-1 整體上惜售處分效果係數平均值結果來，雖然在各種市場下，雖平均值數值不大，但 β>0 顯示基金經理人一般當期持股情況皆較前期為高，較有惜售情形。

2.基金週轉率：為進一步由週轉率來探討基金經理人是否會在獲利時會將獲利部位售出，但是在損失時則會將損失部位保留，產生急售利得、惜售損失的情況。由整體市場基金週轉率平均值為 16.3 為參考值，當股票市場為多頭市場基金週轉率平均值為 17.52，較有急售利得的可能，因此基金週轉率此時較高；而當股票市場為空頭市場基金週轉率平均值僅為 13.64，由於此期間可能產生損失，故有產生惜售損失導致平均基金週轉率顯著較低，可推論台股基金經理人錯置行為與惜售處分效果效果行為較明顯。

3.其餘自變數部份：

(1)基金持股率：整體市場 10 年期台股基金平均值約維持在 50.65%左右，多頭期間持股率增加約為 51.39%，空頭期間平均值減少約為 47.33%。持股率最大值與最小值差異頗大，最大值可持股近 9 成。

(2)基金報酬率：整體市場 10 年期(2008 年至 2017 年)台股基金平均值約為 0.76%，多頭期間表現較空頭與盤整期間為佳。報酬率最大值與最小值差異頗大，介於 30.83%~-27.2%之間。

(3)績效指標如 Sharpe 夏普指數以及 Jensen 傑森指數，在多頭市場皆表現較空頭為佳。

(4)風險指標如標準差，整體市場台股基金平均標準差約 19.53%，而空頭市場及盤整期間標準差平均值的波動程度大於多頭市場。

(5)基金費用率依照基金公開說明書規定，在任何市場下費用率較不會變動。

二、積差相關係數

(一) 在整體市場中基金持股率和處分效果係數之 Pearson 係數為 0.855，且顯著值為 0.000，在***顯著水準之下皆顯著異於 0，表示基金持股率和處分效果係數間在整體市場中具有高度相關。

表 4-2 整體市場之績差相關係數表

Pearson 相關係數 / 顯著值	基金報酬率	過度自信係數	處分效果係數	基金持股率	淨值變動率	基金週轉率	基金費用率	年化標準差	Sharpe 夏普指數	Jensen 傑森指數
基金報酬率	.	0.016	0.005	-0.088	0.855***	-0.089	-0.245	-0.081	0.046	-0.001
過度自信係數	0.104	.	0.017	0.002	0.023	-0.007	-0.013	-0.001	0.007	0.000
處分效果係數	0.362	0.096	.	-0.023	-0.012	0.012	0.140	-0.008	-0.006	-0.025
基金持股率	0.000	0.444	0.038	.	-0.088	0.055	0.063	-0.096	0.055	0.011
淨值變動率	0.000	0.036	0.175	0.000	.	-0.089	-0.285	-0.058	0.056	0.040
基金週轉率	0.000	0.288	0.174	0.000	0.000	.	0.037	0.009	0.014	0.022
基金費用率	0.000	0.152	0.000	0.000	0.000	0.002	.	0.006	-0.024	-0.036
年化標準差	0.000	0.474	0.259	0.000	0.000	0.234	0.320	.	-0.417	-0.073
Sharpe 夏普指數	0.000	0.295	0.308	0.000	0.000	0.141	0.030	0.000	.	0.413
Jensen 傑森指數	0.472	0.500	0.024	0.202	0.001	0.044	0.003	0.000	0.000	.

備註：***表示顯著水準為 0.01　**表示顯著水準為 0.05　*表示顯著水準為 0.1

(二) 在多頭市場中各項變數間之 Pearson 係數皆小於 0.8，表示在多頭市場中變數間不具有高度相關。

表 4-2 多頭市場之績差相關係數表

Pearson 相關係數 / 顯著值	基金報酬率	過度自信係數	處分效果係數	基金持股率	淨值變動率	基金週轉率	基金費用率	年化標準差	Sharpe 夏普指數	Jensen 傑森指數
基金報酬率	.	0.006	0.012	-0.155	0.703	-0.112	-0.145	0.211	-0.203	-0.088
過度自信係數	0.361	.	0.005	0.024	0.017	-0.005	-0.022	-0.009	0.029	0.000
處分效果係數	0.232	0.385	.	-0.013	-0.015	0.014	0.134	-0.005	-0.007	-0.019
基金持股率	0.000	0.070	0.221	.	-0.142	0.100	0.073	-0.127	0.121	0.033
淨值變動率	0.000	0.144	0.175	0.000	.	-0.111	-0.210	0.200	-0.145	-0.006
基金週轉率	0.000	0.374	0.196	0.000	0.000	.	0.018	-0.060	0.021	0.055
基金費用率	0.000	0.088	0.000	0.000	0.000	0.136	.	-0.049	0.023	-0.034
年化標準差	0.000	0.292	0.380	0.000	0.000	0.000	0.001	.	-0.462	0.027
Sharpe 夏普指數	0.000	0.040	0.334	0.000	0.000	0.098	0.083	0.000	.	0.419
Jensen 傑森指數	0.000	0.496	0.117	0.023	0.353	0.000	0.020	0.051	0.000	.

備註：***表示顯著水準為 0.01　**表示顯著水準為 0.05　*表示顯著水準為 0.1

(三) 在空頭市場中淨值變動率和基金報酬率之 Pearson 係數為 0.978，且顯著值為 0.000，在***顯著水準之下皆顯著異於 0，表示淨值變動率和基金報酬率間在空頭市場中具有高度相關。

表 4-4 空頭市場之績差相關係數表

Pearson 相關係數 / 顯著值	基金報酬率	過度自信係數	處分效果係數	基金持股率	淨值變動率	基金週轉率	基金費用率	年化標準差	Sharpe 夏普指數	Jensen 傑森指數
基金報酬率	.	0.074	-0.014	-0.260	0.978***	-0.178	-0.378	-0.193	0.233	0.091
過度自信係數	0.011	.	0.001	0.034	0.087	0.082	-0.049	0.000	0.013	-0.018
處分效果係數	0.336	0.486	.	-0.073	-0.019	0.004	0.148	0.004	-0.002	-0.015
基金持股率	0.000	0.151	0.012	.	-0.266	0.045	0.118	0.093	0.017	-0.001
淨值變動率	0.000	0.004	0.275	0.000	.	-0.143	-0.390	-0.188	0.212	0.109
基金週轉率	0.000	0.006	0.457	0.081	0.000	.	0.100	0.417	-0.294	-0.114
基金費用率	0.000	0.066	0.000	0.000	0.000	0.001	.	0.163	-0.174	-0.116
年化標準差	0.000	0.499	0.450	0.002	0.000	0.000	0.000	.	-0.602	-0.337
Sharpe 夏普指數	0.000	0.348	0.479	0.300	0.000	0.000	0.000	0.000	.	0.583
Jensen 傑森指數	0.002	0.288	0.326	0.490	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	.

備註：***表示顯著水準為 0.01　**表示顯著水準為 0.05　*表示顯著水準為 0.1

(四) 在盤整市場中淨值變動率和基金報酬率之 Pearson 係數為 0.883，且顯著值為 0.000，在***顯著水準之下皆顯著異於 0，表示淨值變動率和基金報酬率間在盤整市場中具有高度相關。

表 4-5 盤整市場之績差相關係數表

Pearson 相關係數 / 顯著值	基金報酬率	過度自信係數	處分效果係數	基金持股率	淨值變動率	基金週轉率	基金費用率	年化標準差	Sharpe 夏普指數	Jensen 傑森指數
基金報酬率	.	0.023	-0.010	0.064	0.883***	-0.158	-0.320	-0.061	-0.219	-0.029
過度自信係數	0.204	.	0.053	-0.030	0.028	-0.024	-0.002	0.009	-0.018	0.003
處分效果係數	0.359	0.028	.	-0.035	-0.017	0.009	0.182	-0.022	-0.032	-0.076
基金持股率	0.011	0.139	0.101	.	0.064	-0.075	0.016	-0.120	-0.163	-0.064
淨值變動率	0.000	0.154	0.270	0.011	.	-0.163	-0.356	-0.073	-0.139	0.002
基金週轉率	0.000	0.193	0.372	0.003	0.000	.	0.057	0.032	0.107	0.053
基金費用率	0.000	0.469	0.000	0.282	0.000	0.019	.	-0.025	0.032	0.041
年化標準差	0.013	0.379	0.217	0.000	0.004	0.128	0.184	.	0.373	-0.060
Sharpe 夏普指數	0.000	0.263	0.126	0.000	0.000	0.000	0.121	0.000	.	0.242
Jensen 傑森指數	0.148	0.460	0.003	0.010	0.473	0.027	0.069	0.015	0.000	.

備註：***表示顯著水準為 0.01　**表示顯著水準為 0.05　*表示顯著水準為 0.1

三、共線性

在表 4-3 中，在各種市場之情況下，各項變數之允差值皆大於 0.1，且 VIF 值皆小於 10，不符合共線性之條件，因此表示本研究之變數間不存在共線性。

表 4-6 各種市場之共線性指標表

項目	整體市場		多頭市場		空頭市場		盤整市場	
	允差	VIF	允差	VIF	允差	VIF	允差	VIF
(常數)								
基金持股率	0.978	1.023	0.957	1.045	0.911	1.098	0.962	1.039
淨值報酬率	0.903	1.107	0.898	1.113	0.771	1.298	0.835	1.197
基金週轉率	0.989	1.011	0.974	1.027	0.815	1.227	0.962	1.039
基金費用率	0.916	1.091	0.953	1.05	0.836	1.196	0.868	1.152
年化標準差	0.807	1.239	0.708	1.412	0.565	1.769	0.831	1.203
Sharpe 夏普指數	0.678	1.474	0.594	1.683	0.458	2.184	0.766	1.305
Jensen 傑森指數	0.816	1.225	0.757	1.32	0.656	1.525	0.91	1.099

四、迴歸分析實證結果（過度自信效果與處分效果之影響因素）

結合第一部份本研究設計之基金經理人行為財務學上過度自信效果與處分效果之敍述結計實證結果來說明，第二部份為進一步探討不同股市多空頭期間，何者為造成基金經理人過度自信與處分效果的因素，本研究使用 Galton(1877)提出迴歸分析法之實證結果如下：

(一)在不同股市多空頭期間各項自變數對過度自信係數之影響

表 4-7 在不同市場自變數對過度自信係數之影響

過度自信係數	整體市場		多頭市場		空頭市場		盤整市場	
	t	顯著性	t	顯著性	t	顯著性	t	顯著性
(常數)	0.331	0.741	0.588	0.557	0.282	0.778	-0.203	0.839
基金持股率	0.334	0.738	1.537	0.124	1.805	0.071*	-1.246	0.213
淨值變動率	1.550	0.121	1.176	0.240	2.848	0.004***	0.939	0.348
基金週轉率	-0.415	0.678	-0.275	0.783	3.097	0.002***	-0.740	0.460
基金費用率	-0.541	0.589	-1.242	0.214	-0.630	0.529	0.358	0.720
年化標準差	0.303	0.762	0.416	0.677	-0.624	0.533	0.577	0.564
Sharpe 夏普指數	0.580	0.562	1.902	0.057*	0.596	0.551	-0.822	0.411
Jensen 傑森指數	-0.314	0.754	-0.965	0.335	-1.132	0.258	0.292	0.770

備註：***表示顯著水準為 0.01　**表示顯著水準為 0.05　*表示顯著水準為 0.1

1.整體市場(ALL)與盤整期間：

由表 4-7 在不同市場自變數為基金經理人過度自信係數的影響上，同第一部份本研究設計敍述統計結果（表 4-1）探討共同基金經理人是否存在過度自信效果係數平均值

$\alpha<0$（賣出週轉率小於買進週轉率），推論本研究採樣研究之 50 檔台股共同基金存續期間皆達 10 年以上(2008 年至 2017 年)，此類型的共同基金經理人有可能操作績效傾向較為穩健與偏長期性操作，故較不存在賣出週轉率大於買入週轉率，推論較無過度自信的行為一致，由整體市場(ALL)期間與盤整期間之迴歸分析結果，各項自變數與過度自信係數皆未達顯著水準，顯示整體上台股長天期基金經理人較無明顯的過度自信之賣出交易頻繁的情形。僅在多頭或空頭市場時，過度自信係數影響因子較為明顯。

2.在多頭市場中，Sharpe 夏普指數和過度自信係數呈現正比，表示在多頭市場中倘若基金績效指標較好，基金經理人較會有過度自信行為發生，交易頻率相對較高，賣出週轉率易大於買進週轉率。

3.在空頭市場中，基金持股率、淨值報酬率、基金週轉率三者對基金經理人過度自信係數皆呈現正向變動。代表在空頭市場中，倘若基金持股率增加、淨值報酬率增加、基金週轉率增加，基金經理人之自信能力與交易頻率較高，故較有過度自信的行為。

(二)在不同市場自變數對處分效果係數之影響

表 4-8 在不同市場自變數對處分效果係數之影響

處分效果係數	整體市場		多頭市場		空頭市場		盤整市場	
	t	顯著值	t	顯著值	t	顯著值	t	顯著值
(常數)	-10.110	0.000	-7.642	0.000	-4.365	0.000	-5.998	0.000
基金持股率	-2.429	0.015**	-1.334	0.182	-2.667	0.008***	-1.864	0.063***
淨值報酬率	2.144	0.032**	0.730	0.466	0.475	0.635	1.965	0.05**
基金週轉率	0.894	0.371	0.959	0.338	0.011	0.991	0.336	0.737
基金費用率	11.160	0***	8.299	0***	4.814	0***	7.087	0***
年化標準差	-0.819	0.413	-0.140	0.888	0.135	0.893	-0.664	0.507
Sharpe 夏普指數	0.107	0.915	-0.057	0.954	0.834	0.404	-0.363	0.717
Jensen 傑森指數	-1.608	0.108	-0.769	0.442	-0.456	0.649	-3.057	0.002***

備註：***表示顯著水準為 0.01　**表示顯著水準為 0.05　*表示顯著水準為 0.1

由表 4-8 在不同市場自變數為基金經理人惜售處分效果係數的影響上，同第一部份本研究設計敍述統計結果（表 4-1），由於處分效果定義可視為投資人獲利時會將獲利部位售出，但是在損失時則會將損失部位保留，較有錯置行為與績效差時惜售的狀況。本研究設計惜售處分效果係數 ß 與當期持股比率與前期持股比率有關，ß>0 顯示基金經理人一般當期持股情況皆較前期為高，較有惜售情形。

由前述以基金週轉率來探討基金經理人的錯置處分效果(表 4-1)，可看出多頭市場基金週轉率 17.52 較高，較有急售利得的可能；而空頭市場基金週轉率平均值僅為 13.64，產生惜售損失導致平均基金週轉率顯著較低，可推論台股基金經理人錯置行為與惜售處

分效果行為較明顯。

而由整體市場(ALL)與不同市場之自變數對處分效果係數中，達顯著程度的因素較多的情況可推論台股基金經理人錯置行為與惜售處分效果（當期持股率較高）行為較明顯。而在惜售處分效果之影響因素上，有下列因素較為顯著：

1.基金持股率與處分效果係數呈反向：在整體市場(ALL)及空頭市場與盤整市場，基金持股率與惜售處分效果係數呈反向，顯示倘若基金持股率不足，經理人會增加持股，故當期持股率較前期高。

2.淨值報酬率愈高與處分效果係數呈正向：在整體市場與盤整期間，淨值報酬率愈高，經理人將增加當期持股情況。

3.各項費用率與處分效果係數呈正向：基金各項費用率(如管理費與保管費及各項費用)愈高，基金經理人惜售處分效果係數愈高。

4.傑森指數與處分效果係數呈反向：在盤整期間，績效指標 JENSEN 傑森指數與處分效果係數呈反向，代表基金績效倘若表現不佳，基金經理人反而持股比率會增加，有損失惜售的行為，為較明顯的非理性處分效果行為。

伍、結論

在過去一般普遍認為專業基金經理人具有較專業判斷能力以及實際操作經驗，較不容易有錯誤的投資觀念或是偏誤行為，例如：過度自信行為以及處分效果行為。過度自信行為可解釋為經理人過度自信而交易頻繁，而處分效果為獲利時易將獲利部位售出但損失時卻會將損失部位保留，易有惜售的狀態。為探討此一情況，本研究之研究樣本採用 2008 年至 2017 年台灣股票型基金之月資料，並運用迴歸分析法探討在不同市場之情況下(整體市場、多頭市場、空頭市場以及盤整市場)，基金經理人之操作特性(基金持股率、淨值報酬率、基金週轉率、基金費用率)、基金績效指標(Sharpe 夏普指數、Jensen 傑森指數)以及風險係數(標準差)對基金經理人行為財務學之非理性行為(過度自信係數、處分效果係數)之影響及其影響程度。

在基金經理人過度自信方面，由於本研究採樣以存續期間達 10 年以上的基金為主，整體市場實證結果顯示長期基金經理人過度自信情況(即賣出週轉率較高的情況)並不顯著。但倘若區分不同市場，在多頭市場時 Sharpe 夏普指數增加代表基金績效良好，經理人易有過度自信行為；在空頭市場時隨著基金持股率增加、淨值報酬率加大以及基金週轉率之提高，顯示其過度自信係數提高，交易頻繁，代表基金經理人在這些情況下有可能產生過度自信行為。

在基金經理人處分效果方面，以基金週轉率來探討，實證結果顯示多頭市場基金週轉率較高，有急售利得的可能；而空頭市場基金週轉率較低，顯示產生惜售損失可能，可推論台股基金經理人錯置處分效果行為較明顯。而在惜售處分效果係數（即當期持股

率較高的情況）上，整體上倘若基金持股率越低，惜售的處分效果狀況愈明顯；而淨值報酬率愈高也可能造成惜售處分效果愈高；而基金費用率愈高，則惜售處分效果係數愈大，顯示有為取得在盤整市場中，倘若淨值報酬率下降易有處分效果情況；而在盤整市場時，基金績效指標 Jensen 傑森指數與處分效果係數呈反向，顯示績效愈差，基金經理人持股愈高，惜售處分效果係數越高，顯示基金經理人有較明顯的錯置處分效果行為。

參考文獻

一、中文文獻

1. 王信盛(2006)。共同基金經理人處分效果之研究。國立高雄第一科技大學金融營運所碩士論文。
2. 王鈺琳(2013) 。剖析台灣基金經理人過度自信之行為。國立彰化師範大學商業教育學系碩士論文。
3. 陳寬裕、王正華(2010，<<論文統計分析實務：SPSS 與 AMOS 的運用>>，台北：五南，299-300, 369-370。
4. 張嘉軒(2014)。共同基金投資行為與績效關係之研究-本國開放式一般股票型基金為例。國立屏東科技大學財務金融所碩士論文。
5. 楊又慈(2007)。台灣股市處分效果與過度自信交易策略之研究。國立雲林科技大學財務金融研究所碩士論文。
6. 温霈蘧(2017) 。基金經理人個人屬性與基金週轉率關係之研究–過度自信假說。國立高雄應用科技大學金融系金融資訊碩士論文。

二、英文文獻

1. Ammann, M., Ising, A., and Kessler, S.(2012). Disposition effect and mutual fund performance. Applied Finance Economics 22, 1-19.
2. Barber, B., Lee, Y.T., Liu, Y. J., and Odean, T.(2007). Is the aggregate investor reluctant to realise losses? Evidence from Taiwan. European Financial Management 13(3) 423-447.
3. Barber, B. M., and Odean T.(2013). The behavior of individual investors. Handbook of the Economics of Finance 2, 1533-1570.
4. Carhart, M. M.(1997)”On Persistence in Mutual Fund Performance,”Journal of Finance, Vol.52, No. 1pp.57-82.
5. Daniel, K., Hirshleifer, D. and Subrahmanyam, A. (1998), “Investor psychology and security market under- and overreactions,” Journal of Finance, Vol. 53, No. 6 pp. 1839–1886
6. Fama, E.F.(1970). Effect Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work.

The Journal of Finance 25(2), 383-417.

7. Gervais, S. and Odean, T. (2001), “Learning to be overconfident,” Review of Financial Studies, Vol. 14, pp. 1–27.
8. Gervais et.al (2002), “Learning to be overconfident,” Review of Financial Studies, Vol. 14, pp. 1–27.
9. Hersh Shefrin and Meir Statman(1985), “Behavioral Portfolio Theory,” The Journal of Financial and Quantitative Analysis Vol. 35, No. 2 (Jun., 2000), pp. 127-151
10. Kahneman, Daniel and Amos Tversky (1979), “Prospect theory：An analysis ofdecision under risk,” Econometrica, Vol. 47, No. 2 pp. 263-292.
11. Kahneman, D. and M. W. Riepe (1998), “Aspects of Investor Psychology,”Journal of Portfolio Management Summer, Vol. 24, No. 4 pp. 52-65
12. Odean, T. (1998), “ Volume, volatility, price, and profit when all traders are above average,” Journal of Finance, Vol. 53, pp. 1887–1934
13. Odean, T. (1999), “Do Investors Trade Too Much?,” American Economic Review,Vol. 89, pp. 1279-1298.
14. Pagan, A. R., and Sossounov,k. A.(2003). A simple framework for analyzing bull and bear markets. Journal of Applied Econometrics 18, 23-46.
15. Shefrin（2000）Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing (Financial Management Association Survey and Synthesis)
16. Tung, S.T.(2012). Disposition Effect among High-Turnover Mutual Fund Managersin Taiwan. 創新與管理 9, 1-24.
17. Weber, M and Camerer, C F.（1998）The disposition effect in securities trading: an experimental analysis. Journal of Economic Bahavior & Organization 33(2), 167-184.

三、網站資料來源

1. 中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會，境內基金統計資料(2019)。檢自 https://www.sitca.org.tw/ (2019.05.15)。
2. 台灣共同基金績效評比，評比查詢(2019)。檢自 http://140.112.111.146/ (2019.01.22)。
3. 台灣經濟新報資料庫，TEJ FOUND DB(2019)。檢自 https://www.tej.com.tw/twsite/ (20019.01.30)