

東海大學管理學院財務金融研究所

碩士論文

資訊揭露與投資人處分效果之研究

The study on information disclosure and disposition effect

指導教授：張永和 博士

研究生：曾宜喬

中華民國 108 年 6 月

東海大學碩士學位論文

學位考試委員審定書

本校 財務金融研究所 碩士班 曾宜喬 君

所提之論文(中文)： 資訊揭露與投資人處分效果之研究

(英文)： The study on information disclosure and
disposition effect

經本委員會審查，符合碩士學位論文標準

學位考試委員會

召集人

楊東曉

考試委員

張永和

(指導教授)

郭良瑋

楊東曉

傅郁芬

系所主任

陳峇偉

中華民國 108 年 6 月 20 日

東海大學財務金融學系

碩士論文學術倫理聲明書

本人 曾日高 (學號: 606440034) 已完全了解學術倫理之定義。僅此聲明，本人呈交之碩士論文絕無抄襲或由他人代筆之情事。若被揭露具有違背學術倫理之事實或可能，本人願自行擔負所有之法律責任。對於碩士學位因違背學術倫理而被取消之後果，本人也願一併概括承受。

立證人： 曾日高 (簽名)

中華民國 108 年 6 月 26 日

謝辭

碩士生涯時光總是過得特別快，轉眼間兩年就過去了。論文得以順利完成，最先得感謝我的指導教授張永和教授，在撰寫論文的過程中，總是提供許多協助並悉心的指導，使我能如期完成論文；同時也由衷感謝口試委員楊東曉教授、郭良璋副教授、傅郁芬副教授在論文口試時給予我寶貴的建議及見解，使論文更加完善。

另外，感謝各位師長、系上辛苦的助教們，謝謝你們在有限的時間帶給我們的收穫，不論是專業知識，或是價值觀和勉勵，都讓我對未來多了一些信心和想像。

也感謝一路相伴的碩班好朋友們，不管是在課業上還是生活上，總是給予許多幫助，一起互相勉勵與督促，也因為有你們的陪伴，讓我的研究所生活更加豐富與精采。

最後，感謝我的家人，謝謝你們無私的付出、陪伴與鼓勵，讓我得以專心求學，也讓我有勇氣與信心去面對未來的挑戰。因為有大家，才能如期完成論文，在此表示深深的謝意與感恩。

曾宜喬 謹致於
東海大學財務金融研究所
2019年6月

摘要

資訊揭露是管理階層向外部投資者傳達公司績效和治理的重要工具，資訊揭露程度越高，將有助於降低資訊不對稱。本研究以 2014 年 1 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日台灣五十上市公司作為研究對象，並區分台灣股票市場交易人為三大機構法人與散戶投資人。採用 Weber and Camerer (1998) 所提出計算處分係數之方式，檢驗各類投資人是否具有處分效果。接著，以第一屆至第四屆(2014-2017)公司治理評鑑結果與買賣價差作為資訊揭露之代理變數，進一步探討資訊揭露程度是否可以減緩各類別投資人之處分效果。實證結果顯示，散戶投資人與三大機構法人皆具有處分效果，且散戶投資人處分效果大於三大機構法人。其次，在公司治理評鑑方面，三大機構法人與散戶投資人在公司治理揭露程度較佳或較不佳之公司，都具有處分效果。此外，三大機構法人雖顯示公司治理較佳的處分效果較大，但經過 Wilcoxon 符號順序檢定和 T 檢定後無法證實公司治理揭露佳之處分效果大於公司治理揭露較不佳。最後，以買賣價差做為區分，三大機構法人及散戶投資人在買賣價差不同時皆存在處分效果。經過差異性檢定也證實三大機構法人及散戶投資人在買賣價差較大的公司，其處分效果較為強烈。

關鍵詞：處分效果、公司治理評鑑、買賣價差

Abstract

Information disclosure is an important tool for managers to convey corporate performance and corporate governance to external investors. The higher the level of information disclosure, the lower the information asymmetry is.

The study includes Taiwan 50 Index from Jan. 1, 2014 to Dec. 31, 2017. The sample of the investors is divided into institutional investors and individual investors. First, we employ the disposition coefficient approach proposed by Weber and Camerer (1998) to test the disposition effect of all kinds of investors in the Taiwan stock market. Then, we use the results of the first to fourth corporate governance evaluation (2014-2017) and bid-ask spreads as the proxy variables of information disclosure to discuss whether information disclosure can reduce the disposition effect of investors.

The empirical results show that both institutional investors and individual investors have disposition effect and the disposition effect of individual investors is the strongest. Moreover, institutional investors and individual investors show the disposition effect no matter what degree of the results of corporate governance evaluation. Although institutional investors show that in high corporate governance evaluation company have the disposition effect, it fails to prove that sound corporate governance disclosure is better than that of unsound corporate governance after using Wilcoxon sign-rank test and T-test. Finally, investors have the disposition effect no matter what degree of bid-ask spreads they have. It also shows that institutional investors and individual investors have a strong disposition effect in highly bid-ask spreads companies.

Keyword : Disposition Effect, Corporate Governance Evaluation, Bid-Ask Spreads

目錄

第壹章	緒論.....	1
第一節	研究背景與動機.....	1
第二節	研究目的.....	3
第三節	研究限制.....	3
第四節	研究架構與流程.....	4
第貳章	文獻回顧.....	6
第一節	處分效果之理論基礎.....	6
第二節	處分效果之實證方法.....	9
第三節	國內外處分效果之實證.....	11
第四節	資訊揭露之定義與重要性.....	17
第五節	資訊揭露程度與處分效果之實證.....	20
第參章	研究方法與假說.....	21
第一節	研究假說.....	21
第二節	資料蒐集與處理.....	23
第三節	研究模型.....	26
第肆章	實證結果與分析.....	29
第一節	樣本概述.....	29
第二節	常態性檢定.....	30
第三節	整體投資人處分效果之檢定.....	30
第四節	處分效果之分析:考量不同投資人資訊揭露程度下之實證結果.....	31
第伍章	結論與建議.....	34
第一節	結論.....	34
第二節	建議.....	35
第陸章	參考文獻.....	36

表目錄

表 2-1	國內外處分效果之文獻彙整表-依衡量方法排序	15
表 4-1	變數定義.....	41
表 4-2	全體樣本變數之敘述統計量.....	42
表 4-3	常態性檢定.....	42
表 4-4	整體樣本之統計量-依投資人、公司治理揭露程度及買賣價差劃分	43
表 4-5	不同投資人股票之處分係數之檢定.....	44
表 4-6	不同公司治理之處分效果檢定.....	45
表 4-7	不同買賣價差之處分效果檢定.....	46

圖目錄

圖 1-1 論文架構圖.....	5
圖 2-1 價值函數.....	7
圖 3-1 投資人類別.....	23

第壹章 緒論

第一節 研究背景與動機

在傳統財務理論中，效率市場假設人們皆為理性，能將所有的相關資訊反應於價格上，進而制訂最適決策。1980年後，市場陸續出現效率市場假說所無法解釋的異常現象，並以心理因素說明人們在面臨決策時，會受到個人特質、性格偏誤等影響。隨著異常現象被發現，致使學者對傳統財務理論開始產生質疑，行為財務學逐漸受到重視。Kahneman and Tversky 於 1979 年提出展望理論(Prospect Theory)，以 S 型的非線性價值函數取代傳統預期效用函數，說明投資人在面對利得時有風險趨避傾向，在損失時則有風險愛好的傾向，為市場異常現象提出合理解釋。Shefrin and Statman (1985)進一步將展望理論作延伸，將投資人為避免後悔，傾向繼續持有損失的股票，而去實現具有資本利得股票，產生急售利得、惜售虧損的投資行為，以處分效果稱之(disposition effect)。

回顧過去我國開放外資進入證券市場的過程，自 1983 年僅開放外資間接參與我國證券市場，在國際化與自由化的影響下，進一步全面開放外國人投資，使外資進入我國市場投資程序更為簡便，至今市場投資人中外資成為我國重要三大機構法人之一，進而影響以散戶投資人為主的投資人結構。三大機構法人為市場帶來豐沛的資金動能，在股市中佔有的比率也逐漸提升，因此，機構投資人在國內股市中扮演的角色與影響程度也越來越受到關注。

台灣股市的規模相較於國際股市為淺碟型市場，在面臨兩岸關係及國內外事件的衝擊下，市場之穩定性較低且易產生劇烈反應，加上投資人多屬於散戶投資人，其較容易出現不理性投資行為，造成台灣股市具有風險(波動性)高、週轉率高的特性。

在證券市場中，資訊揭露是管理階層向外部投資者傳達公司績效和治理的重要工具，資訊揭露程度越高，越能幫助投資人有效評估公司價值(Healy and Palepu, 2001)。財務理論也認為當公司資訊透明度高，將有助於降低資訊不對稱與不確定性。此外，資訊揭露程度越高的企業，可以增加股票市場的流動性(Healy, Hutton and Palepu, 1999; Healy and Palepu, 2001)，降低企業資金成本(Diamond and Verrecchia, 1991; 陳瑞斌、許崇源, 2008)。黃惠娟(2011)發現買賣價差不僅可作為衡量流動性之變數，也可作為衡量資訊不對稱之指標。目前諸多文獻也以買賣價差(bid-ask spread)作為資訊不對稱之

代理變數(陳天志、蔡孟易，2011；王元章、陳振遠、張眾卓，2012)。Welker(1995) 研究顯示公司的揭露品質與股票買賣價差呈現負相關。

我國在資訊揭露方面，為改善企業內部與外部人的資訊不對稱，臺灣證券交易所及櫃檯買賣中心委請財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會(簡稱證基會)，於2003年建立資訊揭露評鑑系統，加強其對企業資訊的揭露。而後公司治理改革快速發展，於2013年建置公司治理評鑑系統，並自2014年完成第一屆公司治理評鑑，目前已完成四屆公司治理評鑑之辦理。此評鑑結果亦作為證交所與櫃買中心之指數篩選標的參考，投資人對結果產生高度關注，上市櫃公司也更為重視。

鑒於法人或機構投資者掌握相關訊息與資源較多，加上具有專業的分析能力與判斷，故其投資決策較不易出現不理性行為。在機構投資法人具有優勢下，便會與散戶投資人產生資訊不對稱的情形。散戶投資者資訊來源與蒐集分析資訊的能力皆不及機構投資人，故較易受市場波動及情緒影響其投資決策。然而，機構投資人是否為理性投資人，在過去國內外文獻中並未一致，許祐瑞(2000)以及曾瑞弘(2002)發現台灣股市投資人存在處分效果現象，其中散戶的處分效果較法人強烈。沙勝毅(2000)實證結果則顯示，散戶在台灣股市有顯著之處分效果存在，但外資出現與散戶顯著相反的效果。本研究欲藉由買賣價差以及公司治理評鑑結果作為資訊揭露之變數，探討三大機構投資人與散戶投資人的處分效果。

Grossman(1976)認為投資人會藉由訊息的釋放改變其信念，進而調整其投資決策，最終會反映在交易量或股價上。高亞蕾(2003)也發現考慮訊息釋放因素後，在無訊息釋放時投資人傾向存在處分效果，有訊息釋放時投資人較不存在處分效果，顯示投資人會藉由訊息釋放調整其投資行為。故本研究進一步探討資訊揭露程度是否可以改善不同類別投資人之處分效果。

第二節 研究目的

台灣市場特性以及投資人結構與國外有相當大差異，且近年來國內外針對機構法人與散戶投資人的研究並未有一致性結果。故本研究針對台灣股市三大機構投資人與散戶投資人進行處分效果之驗證，並加入以公司治理評鑑結果與買賣價差作為資訊揭露之變數，以探討資訊揭露程度是否可以改善各類投資人處分效果。基於上述說明，本研究主要目的有三大項：

- 一、台灣股市不同類別投資人是否會產生處分效果。
- 二、不同資訊揭露變數對各類投資人處分效果之影響。
- 三、資訊揭露程度是否可以改善投資人處分效果。

第三節 研究限制

- 一、處分效果屬於投資人個人決策之心理過程，資料內容涉及隱私問題，較不易取得個別投資人初級資料，故以市場上易取得的次級交易資料進行研究可能存有代表性偏誤之問題。本研究參考 Weber and Camerer (1998) 衡量處分係數方法，計算出處分係數。
- 二、影響市場成交量因素眾多，未能考慮散戶投資人專有之融資融券做為實證，可能造成研究結果上之偏誤。

第四節 研究架構與流程

本篇研究論文針對上述研究動機及目的，參考國內外相關文獻，選擇樣本資料並進行統計分析。最後，針對本研究結果提出結論。本研究共分為五個章節，研究架構如圖 1-1，各章節說明如下：

第壹章 緒論

論述研究背景與動機、研究目的，並說明研究之限制及研究架構，共分為四小節。

第貳章 文獻回顧

本章分別說明處分效果之理論基礎、衡量方式及國內外處分效果之實證；再介紹國內資訊揭露之方法與國內相關資訊揭露之實證研究，共分為五小節。

第參章 研究方法

說明研究假說；其次介紹本研究之研究對象、樣本研究期間與資料選取；最後為變數之定義、計算方法與所使用檢定方法。

第肆章 實證分析與結果

根據研究樣本及方法得出之實證結果，加以分析討論。

第伍章 結論與建議

針對研究結果論述結論並提出未來相關研究上之建議。

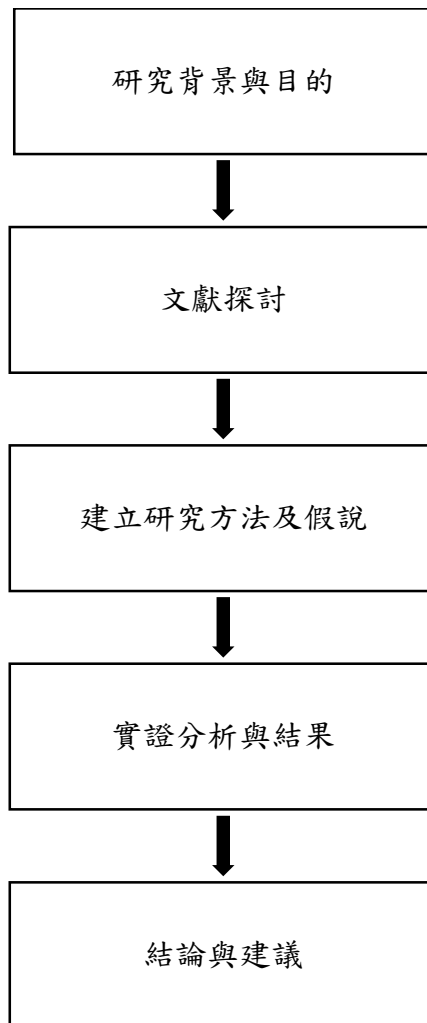


圖 1-1 論文架構圖

第貳章 文獻回顧

本章回顧處分效果及資訊揭露相關文獻，其中將介紹處分效果之理論基礎、衡量方式及國內外處分效果之實證；並介紹國內資訊揭露之方法與國內有關資訊揭露之實證研究。本章共分為五節，第一節介紹處分效果之理論基礎；第二節說明國外學者驗證處分效果之衡量方法；第三節整理國內外處分效果之實證；第四節為資訊揭露之定義與重要性；第五節為資訊揭露程度與處分效果之實證。

第一節 處分效果之理論基礎

Shefrin and Statman (1985)認為投資人為了避免後悔，會傾向繼續持有資本損失的股票，而去實現具有資本利得股票之狀況，將這種現象以處分效果稱之。利用展望理論(Prospect Theory)、心理帳戶(Mental Accounts)、避免後悔(Avoid Regret)、自我控制(Self-Control)與過度自信(Overconfidence)，五個要素解釋投資人處分效果之行為偏誤。

一、 展望理論(Prospect Theory)

Kahneman and Tversky (1979)提出展望理論，以 S 型的非線性價值函數(Value Function)取代傳統預期效用函數，為市場異常現象提出合理解釋。展望理論認為投資人在面對利得時，為風險趨避者，此時價值函數呈現凹函數(Concave)；在面對損失時，為風險愛好的傾向，價值函數呈現凸函數(Convex)，如圖 2-1。價值函數中，凸函數比凹函數陡峭，表示投資人在相對損失與利得下，其邊際損失比邊際利得敏感，投資人對於損失有趨避的現象，因此，投資人將選擇提早實現利益，並延緩實現損失。

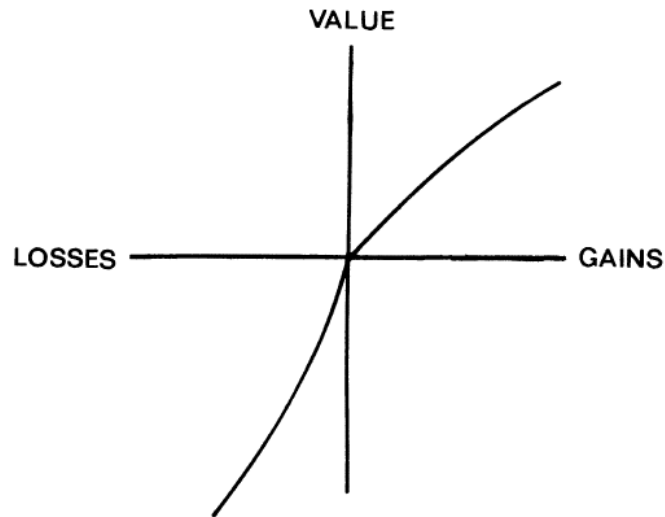


圖 2-1 價值函數

資料來源: Kahneman and Tversky (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk, *Econometrica*, 47 (2)

二、 心理帳戶(Mental Accounts)

Thaler (1985)以心理帳戶說明消費者的預算決策，發現投資人在做決策時，會將決策分成幾個小部份來看，即分成好幾個心理帳戶。代表投資人會將不同來源、用途及不同形式的資金，存放到不同帳戶裡，個別看待每一筆資金，對待每個帳戶的資金也會有不同態度，並忽略個別帳戶間相互作用。因此，當面臨不同的投資利得與損失狀況時，會採取不同的帳戶而給予不同的態度，因而造成出盈及保虧的投資行為模式。

三、 避免後悔(Avoid Regret)

Shefrin (2000)提到，後悔對投資人來說，是一種除了損失之外，還需承受對損失負責的感受，因此後悔可能會影響個人的決策。為了避免後悔，投資人比較沒有強烈的動機去改變，傾向維持現狀，為了使未來後悔的可能性降到最低。Thaler (1980)認為人們會因為後悔自己的決策而產生痛苦的經驗。Shefrin and Statman (1985)認為投資人為了避免後悔，會傾向繼續持有資本損失的股票，而去實現具有資本利得股票之狀況。

四、 自我控制(Self-Control)

自我控制指的是控制情緒，當存在自我控制問題時，使得投資人無法依據理性來做決策，投資人會因為避免後悔的心態，出現惜售損失股票的情況，而選擇自我控制。Glick (1957)認為投資人不願意實現損失與太快實現獲利，會構成自我控制的問題。

五、 過度自信(Overconfidence)

過度自信指的是人們在決策中高估自己的知識、能力與取得資訊精確度，或者對於自己控制事情、解讀資訊的能力過度樂觀。Shefrin and Statman (1994)認為，投資人不知道自己是資訊不足的，因此會因為過度自信而做出不好的投資決策。Barber and Odean (2000) 分析 66,465 個帳戶交易資料，發現美國週轉率越高的投資者其績效反而越差，對於個人投資者來說，頻繁交易有損其財富。指出過度自信可以解釋導致個人投資者績效不佳卻仍頻繁交易的重要因素，過度自信的投資人因高估自有資訊的精確度，導致過度交易行為，從而獲得低於平均水準之報酬。

根據上述行為偏誤因素，張幸惠（2012）透過問卷調查，並採用結構方程模式進行模型驗證，提出一個概念性模式，同時探討心理因素、處置效應與投資績效之關係。結果顯示，心理帳戶、避免後悔與自我控制對處置效應的影響均獲得支持。心理帳戶與避免後悔正向顯著影響處置效應，而自我控制負向顯著影響處置效應。由於處置效應負向顯著影響投資績效，投資人應該設法緩和處置效應，提高報酬。儘管關閉損失帳戶的痛苦大於關閉賺錢帳戶的驕傲，投資人應該確實執行停損(利)之自我限制規則。

第二節 處分效果之實證方法

有關國內外處分效果的研究大致區分為三種，其一以 Ferris et al. (1988) 的異常週轉率法探討處分效果，其二以 Weber and Camerer (1998) 的處分係數，其三以 Odean (1998) 的實現利得比率及實現損失比率。茲說明如下：

一、異常週轉率法(Abnormal Turnover)

Ferris et al. (1988) 使用 1981 年 12 月至 1985 年 12 月美國市值最小的 30 檔股票價格及交易量資料，將自變數分為四個贏家區間與四個輸家區間，利用此八個區間的日交易量總和，並以異常週轉率為應變數，進行迴歸分析，檢驗投資人是否存在處分效果之行為。以下列公式為衡量指標：

$$e_{it} = \alpha_0 + \beta_1 E_{1it} + \beta_2 E_{2it} + \beta_3 E_{3it} + \beta_4 E_{4it} + \beta_5 E_{5it} + \beta_6 E_{6it} + \beta_7 E_{7it} + \beta_8 E_{8it} + u_{it} \quad (2-1)$$

其中， e_{it} 為第 i 檔股票第 t 天的異常週轉率； $E_{1it} \sim E_{8it}$ 分別代表 i 股票在 t 日所對應的第 1 至第 8 個獲利與損失區間的交易量總和； u_{it} 為殘差項。

實證結果發現，不論整個年度或個別月份，當價格下跌會時，會對交易量產生負向影響；而當價格上升時，會導致高於正常的交易量，證實是處分效果存在而非稅賦損失銷售假說。此外，處分效果具有顯著性，報酬率較高之股票成交量，其解釋異常週轉率之能力較強。

二、處分係數法(Disposition Coefficient)

Weber and Camerer (1998) 以其所設計之股票交易進行模擬實驗，觀察 14 期 6 檔股票中投資者行為與股價變動情形，透過計算處分係數來檢定處分效果是否存在。處分係數模型如下所示：

$$\alpha = \frac{S_+ - S_-}{S_+ + S_-} \quad (2-2)$$

其中， S_+ : 上期股票上漲，本期賣出股票之數量；

S_- : 上期股票下跌，本期賣出股票之數量。

當處分係數介於 -1 至 1 之間，若 $\alpha > 0$ 時，表示存有處分效果；反之， $\alpha \leq 0$ 則不存

在處分效果。根據 Weber and Camerer (1998) 研究顯示，投資人具有處分效果，且發現獲利者出售太快，而損失者則持有太久。因此，進一步推論處分效果可能原因為：投資人在獲利區間時有很高的風險趨避傾向，相對在面對損失時，由於不願承認損失而有風險偏好之傾向。

三、實現利得比率與實現損失比率法(PGR and PLR)

Odean (1998) 為檢驗投資人是否存在處分效果，以 1987 年 1 月至 1993 年 12 月為研究期間，取得美國經紀商 10,000 個帳戶的 162,948 筆交易資料，透過實現利得比率 (Proportion of Gain Realized, PGR) 與實現損失比率 (Proportion of Loss Realized, PLR) 兩個比率作為衡量指標，來驗證是否存在處分效果。

$$PGR = \frac{RG}{RG + PG} \quad (2-3)$$

$$PLR = \frac{RL}{RL + PL} \quad (2-4)$$

其中，PGR：實現利得比率 (Proportion of Gains Realized)；

PLR：實現損失比率 (Proportion of Losses Realized)；

RG：已實現利得 (Realized Gains)；

PG：未實現利得 (Paper Gains)；

RL：已實現損失 (Realized Losses)；

PL：未實現損失 (Paper Losses)。

根據以上兩個比率，Odean (1998) 發現在一整個年度中，出售贏家的機率高於出售輸家，代表投資者比起損失更偏好實現收益，投資人確實存在處分效果之現象。若以個別月份進行探討，發現一至十一月份中確實存有處分效果，但以十二月份而言，卻無明顯處分效果，其可能原因為投資人基於稅賦利益之考量，傾向提早賣出損失的股票以換取稅賦上之優惠。

第三節 國內外處分效果之實證

許祐瑞（2000）以 2000 年 1 月 4 日至 2000 年 12 月 30 日為研究期間，採用 Ferris et al. (1988)之異常週轉率法探討散戶與三大法人的處分效果。實證結果發現，散戶、自營商、投資信託公司或是外國專業投資機構都存在處分效果，且專業程度較高的投資人的處分效果比非專業投資人者輕微。

沙勝毅（2000）利用國內股市之融資散戶與外資買賣之日資料，採用 Odean (1998)所提出之實現利得比例(PGR)與實現損失比例(PLR)，探討散戶與外資之處分效果。實證結果顯示，散戶在台灣股市有顯著之處分效果存在，外資則與散戶有顯著相反的效果。散戶與外資兩者各月份之處分效果彼此之間有顯著之差異性存在。散戶在二月存在反向之處分效果，而外資則除了七月份不顯著外，其他月份皆為相反之處分效果，代表外資在買賣股票時，不會傾向繼續持有損失之股票，實現獲利之股票。

Chui (2001)修正 Weber & Camerer (1998)的實驗設計，檢驗澳門金融市場是否存在處置效果，研究結果與 Weber & Camerer (1998)研究相比，澳門投資人處分效果具更顯著性，且較自信的投資者呈現出更顯著的處分效果，並以自我控制說明這個現象。

曾瑞弘（2002）利用 Ferris, Haugen and Makhija (1988)之研究方法，探討 2000 年 12 月 12 日至 2002 年 10 月 11 日台灣股市投資人之處分效果。實證結果發現，台灣股市投資人存在處分效果現象，其中散戶的處分效果較法人強烈。整體而言，在有獲利時，投資人投資規模小之公司與投資非電子產業之公司，其處分效果較為強烈；而多頭行情相較於空頭行情其處分效果較為強烈。

白芳華（2002）採用 Odean (1998)之研究方法，以 1996 年至 2000 年投資人交易資料，探討臺灣基金投資人是否具有錯置效果。實證發現，投資人傾向賣出獲利的基金投資、不願賣出虧損的基金投資，且投資人在一月及二月份不存在錯置效果。此外，當股市空頭時期投資人的錯置效果較多頭時期更為顯著，女性投資人、定期定額投資人錯置效果的程度較高。

李朝明（2003）以 2001 年 1 月至 2002 年 12 月臺灣股票市場投資人為研究對象，仿效 Odean 的研究模型，並以具加權效能的損益價差率，替代模型中的損益次數。實證結果發現，投資人實現獲利的速度快於實現損失的速度，亦即臺灣投資人存在錯置效果，但在農曆春節前後期間並沒有明顯的農曆春節效應。投資人中，男性相較女性、信用交

易投資人相較非信用交易投資人更傾向有過度自信，交易較為頻繁。

許光華、林秉璋(2005)參照 Weber and Camerer (1998)所提之處分係數，以 1999 年 1 月至 2001 年 12 月之散戶投資人獨有之融資賣出資料代表其處分行為，並進一步分析投資者心理效果之差異性，依報酬率區間、多空走勢及月份效果等不同屬性加以區隔。實證結果發現台灣散戶投資人對於上市股票確實存有處分效果，除了春節(一、二月份)和年終期間(十二月份)的處分效果無法得到顯著支持外，其餘區隔皆存在處分效果。

Shu et al (2005)以 1998 年 1 月至 2001 年 9 月台灣證券經紀商所提供之 53,680 個投資人帳戶交易資料為研究對象，採用 Odean (1998)之研究方法探討處分效果。實證結果發現，台灣投資人相較於美國投資人有更高的處分效果，其台灣投資人的實現利得比率是實現損失比率的 2.5 倍，高於 Odean (1998)所研究出美國投資人的相對應倍數，可能原因與東西方文化差異有關，且台灣投資人較美國投資人傾向股價具有均數迴歸的效果。

林泉源、吳瑞山與黃婉華(2006)利用 Weber and Camerer (1998)之研究方法，取得 2004 年 1 月至 2005 年 12 月台灣全體自營商投資之日資料，檢定整體自營商是否存在處分效果，及市場異常現象之存在是否將影響其投資決策與行為。實證結果發現，自營商整體投資行為不存在處分效果，表示自營商在進行投資決策時較為理性，有穩定股市大盤之功能。但在電子類股之處分效果較其餘各類股之處分效果強烈，於春節期間與年底期間之處分效果也大於其他月份，且在市場多頭行情時處分效果較空頭行情明顯；以公司規模區分，則發現無論投資於大規模或小規模公司，皆不存在處分效果。

Barber et al. (2007)以 1995 年 1 月至 1999 年 12 月台灣證券市場投資人為研究對象，探討是否具有處分效果，並以 Odean (1998)之研究方法進行驗證。結果顯示，85%的臺灣投資者具有處分效果，比起輸家更快賣出贏家，而共同基金投資者和外國投資者則無處分效果之現象，但其占有所有交易不到 5%，顯示處分效果仍存在。若以性別來區分則發現男性不管是出售損失的還是出售獲利的速度都比女性來得快

吳威德(2008)採用 Ferris et al. (1988)的八個損失與獲利區間模型，以上市上櫃公司檢驗 2005 年 12 月到 2006 年 12 月投資人其處分效果，研究結果發現，台灣上市及上櫃的股市投資人存在處分效果，且上市股票的處分效果較上櫃股票處分效果強烈。

徐中琦、黃劍鈺(2010)參考 Weber and Camerer (1998)所提出的處分係數方法，對 2003 年 5 月 2 日至 2004 年 7 月 30 日台灣股票集中市場的散戶、自營商、投信基金、外

資法人進行處分效果之驗證，並探討考慮公司資訊揭露透明度、股票風險與投資人情緒等變數後，是否會對處分效果產生影響。實證結果發現散戶的處分效果最為強烈，其次為自營商，投信基金的處分效果最弱，外資法人則不具有處分效果。在投資風險較大或較小的公司不論散戶與自營商都具有處分效果。此外，投資人不論情緒樂觀或悲觀，也都存在處分效果，當投資人的情緒樂觀時，有較弱的贏家出盈傾向，較強的輸家保虧傾向。

鄭美婷（2011）參考 Weber & Camerer (1998)所提出的處分係數，以 2004 年 1 月至 2008 年 12 月為研究期間，探討台灣散戶投資人處分效果與報酬率、週轉率之間的關聯性。實證結果發現，台灣股市的散戶確實存在處分效果，並且容易受市場環境的影響。報酬率與處分係數皆在落後一期的時候，對週轉率的影響最為明顯，都是正向的顯著相關。因此，散戶的處分效果的確與報酬率、週轉率是存在著關聯性。

胡讚嶽（2012）採用 Weber and Camerer (1998)提出處分係數法，將參與台灣證券市場的交易人分為機構投資人與散戶投資人，並依四種身份類別投資人進行處分效果檢驗。實證發現，處分效果最明顯者為散戶投資人，自營商次之，而外資法人若其交易內容為台灣五十成份股及其交易量最大之 60 檔個股時，不存在處分效果，但若是以台灣證券市場全體個股為分析基礎時，存在處分效果，而投信法人則不存在處分效果。

謝文榮（2012）利用事件研究法(Event Study)檢測在金融海嘯期間，國內股票市場是否存在異常報酬之現象，並修改 Weber and Camerer (1998)研究處分效果的方法，進行金融海嘯前後股市處分效果變化之探討。研究發現處分係數與異常報酬會同步變動，當負面訊息效果所帶來的影響越大，即異常報酬負越多時，處分係數會較低，市場投資人出盈保虧的行為偏誤越不嚴重。依迴歸分析結果顯示，處分效果與異常報酬呈現顯著的正向關係，顯見投資人的行為偏誤會影響股票的報酬。

甘宸緯（2014）參考 Weber and Camerer (1998)處分係數法，研究 2009 年 1 月至 2013 年 12 月三大法人是否存在處分效果，並進一步探討在面對不同產業及持股週轉率時，三大法人在處分效果的投資行為偏誤是否有具顯著差異。研究結果顯示，外資法人皆不存在處分效果，而投信法人方面，除其半導體及光電業之低持股週轉率下不具處分效果，其他分類則均具有處分效果。相較而言，自營商整體不具處分效果，進一步細分產業及持股週轉率，發現半導體及光電業之低週轉率具處分效果。

Frino, Lepone, and Wright (2015)採用 Odean (1998)之研究方法，以中國文化背景為

區分，探討澳洲散戶投資人之處分效果。研究結果顯示，具有中國背景的投資人以女性和年長者的投資人，其處分效果更為明顯。

連茲均(2016)利用事件研究法(Event Study)，探討在2015年放寬漲跌幅限制的事件下，台灣股票市場是否產生異常報酬，並參酌Weber and Camerer(1998)的處分係數方法，檢驗在2015年放寬漲跌幅限制時，投資人是否具有處分效果的行為。研究結果顯示，2015年放寬漲跌幅限制事件，確實使台灣股票市場產生顯著的異常報酬，而在該事件的事件期間及估計期間內，台灣股市不存在處分效果。

綜觀以上國內外處分效果之文獻，本研究將相關文獻彙整於表2-1。以異常交易量探討處分效果之文獻如許祐瑞(2000)、曾瑞弘(2002)與吳威德(2008)。以實現利得比例(PGR)與實現損失比例(PLR)方法探討處分效果之文獻如沙勝毅(2000)、白芳華(2002)、李朝明(2003)、Shu et al(2005)、Barber et al.(2007)、Frino, Lepone, and Wright(2015)。以處分係數方法探討處分效果之文獻如Chui(2001)、許光華、林秉璋(2005)、林泉源、吳瑞山與黃婉華(2006)、徐中琦、黃劍鈺(2010)、鄭美婷(2011)、胡讚嶽(2012)、謝文榮(2012)、甘宸緯(2014)以及連茲均(2016)等人。

在國內外實證研究方面，多數研究皆證實台灣投資人具有處分效果(許祐瑞，2000；曾瑞弘，2002；吳威德，2008；白芳華，2002；李朝明，2003；Shu et al，2005；胡讚嶽，2012)。在三大機構法人方面也陸續探討是否存在處分效果，三大機構法人中，又包括外資法人、投信法人及自營商。有些研究支持三大機構法人均具有處分效果(許祐瑞，2000；曾瑞弘，2002)，些許研究指出三大機構法人不具有處分效果，如，林泉源、吳瑞山與黃婉華(2006)、Barber et al.(2007)等人之研究。反觀散戶投資人，皆證實存在處分效果(沙勝毅，2000；許光華、林秉璋，2005；鄭美婷，2011)。

表 2-1 國內外處分效果之文獻彙整表-依衡量方法排序

作者	衡量之方法	實證結果
許祐瑞(2000)	Ferris et al.(1988)	散戶、自營商、投信或是外資皆存在處分效果。
曾瑞弘(2002)	Ferris et al.(1988)	台灣股市投資人存在處分效果，且散戶的處分效果較法人強烈。
吳威德(2008)	Ferris et al.(1988)	台灣上市及上櫃的投資人存在處分效果。
沙勝毅(2000)	Odean(1998)	散戶在台灣股市有處分效果存在，外資則具有反處分效果。
白芳華(2002)	Odean(1998)	投資人存在處分效果，但在一月及二月份不存在處分效果。
李朝明(2003)	Odean(1998)	台灣投資人存在錯置效果，但在農曆春節前後期間並無明顯春節效應。
Shu et al (2005)	Odean(1998)	台灣投資人相較於美國投資人有更高的處分效果。
Barber et al.(2007)	Odean(1998)	85%的台灣投資者具有處分效果，但共同基金投資者和外國投資者則無處分效果之現象。
Frino, Lepone, and Wright (2015)	Odean(1998)	具有中國背景的投資人以女性和年長者的投資人，其處分效果更為明顯。
Chui (2001)	Weber & Camerer(1998)	澳門投資人處分效果具更顯著性，且較自信的投資者呈現出更顯著的處分效果。
許光華、林秉璋(2005)	Weber & Camerer (1998)	台灣散戶投資人對於上市股票確實存有處分效果。
林泉源、吳瑞山與黃婉華 (2006)	Weber & Camerer (1998)	自營商之整體投資行為不存在處分效果。
徐中琦、黃劍鈺(2010)	Weber & Camerer(1998)	散戶的處分效果最為強烈，其次為自營商，投信的處分效果最弱，外資則不具有處分效果。
鄭美婷(2011)	Weber & Camerer(1998)	台灣股市的散戶確實存有處分效果，且容易受市場環境影響。

作者	衡量之方法	實證結果
胡讚嶽(2012)	Weber & Camerer(1998)	處分效果最明顯者為散戶投資人，自營商次之
謝文榮(2012)	Weber & Camerer(1998)	處分效果與異常報酬呈現顯著的正向關係，顯見投資人的行為偏誤會影響股票的報酬。
甘宸緯(2014)	Weber & Camerer(1998)	外資皆不存在處分效果，而投信方面，大部分均具有處分效果。相較而言，自營商不具處分效果
連苡均(2016)	Weber & Camerer(1998)	在 2015 年放寬漲跌幅限制該事件的事件期間及估計期間內，台灣股市不存在處分效果

資料來源:本研究整理

第四節 資訊揭露之定義與重要性

鑒於企業醜聞案的爆發，致使投資人對市場失去信心，於是世界各國越來越重視資訊揭露及透明性，為降低企業內部人與外部人的資訊不對稱性，以重建投資人信心，我國證交所及櫃買中心自 2003 年至 2015 年委請證基會辦理「資訊揭露評鑑系統」，一共辦理十二屆評鑑。建立該系統之目的在於企業能自願性的加強企業資訊的揭露，以提升我國資本市場資訊揭露品質並提供市場投資人作為參考，促進市場發展。而為因應鄰近國家對公司治理改革之快速發展，於 2013 年發佈以 5 年為期之「2013 強化公司治理藍圖」，建置「公司治理評鑑系統」，對所有上市櫃公司進行評鑑，引導企業間良性競爭並強化公司治理水平。

此公司治理評鑑系統採用 OECD 公司治理原則，參考亞洲公司治理協會(ACGA)公司治理評鑑指標、東南亞國家協會(ASEAN)公司治理計分卡及我國自 2003 年起即辦理之資訊揭露評鑑等指標，將指標分為維護股東權益、平等對待股東、強化董事會結構與運作、提升資訊透明度，及落實企業社會責任等共五大構面。

公司治理評鑑系統每年辦理一次，以前一年度公司治理情形為範圍，並逐年修正評分標準。除因評鑑年度內上市(櫃)未滿一年、變更交易方法、停止買賣或終止上市(櫃)公司等原因不列入評鑑排名外，所有上市、上櫃公司皆為評鑑對象。評鑑資訊以上市櫃公司於公開資訊觀測站、年報與公司網站所揭露之公司治理相關事項、年度內發生之公司治理相關事件、股東會、董事會、獨立董事之運作或職權行使等資訊，以及主管機關、證交所或證券櫃檯買賣中心之相關監理紀錄為分析範圍。自評結果除供公司自我檢視外，評鑑小組就其評核結果與自評內容不一致之部分與受評公司進行溝通確認，完成最終評核作業。

評鑑結果初期評分階段公布結果之方式，第一屆(2014 年)公布排名前 20%之名單，第二屆(2015 年)公布排名前 50%，並自第三屆(2016 年)起，全面公布受評公司之評鑑結果，並依得分情形，區分為前 5%、6%至 20%、21%至 35%、36%至 50%、51%至 65%、66%至 80%，及 81%至 100%等七個級距公告。此外，將上市、上櫃公司分開排名，且各排名區間內公司皆以公司代號排序。

自 2014 年 3 月發布第一屆公司治理評鑑作業說明及指標以來，迄今已完成四屆之評核。而有關資訊揭露評鑑、公司治理評鑑之相關研究，廖益興、陳彥綺和王貞靜(2011)

探討年報中資訊揭露水準對資訊不對稱程度之影響。實證結果顯示，年報中所呈現的整體資訊揭露水準愈高，愈能有助於緩和企業資訊不對稱的程度。就降低資訊不對稱程度的立場而言，鼓勵督促企業提昇自願性資訊揭露的效果明顯優於以法令強制企業從事資訊之揭露。

張詩涵（2012）採用證基會公告的資訊揭露評鑑結果，以第四屆到第八屆作為研究對象，探討評鑑結果等級水準及等級變動對流動性的影響。實證結果發現，除了第四屆及第五屆不符合假說外，其他各屆資訊揭露結果皆顯示等級越高公司股票流動性越好。若以資訊揭露評鑑等級變動進行分析，也顯示資訊揭露評鑑等級變動對於報酬率與流動性有正面影響效果。亦即評鑑等級變動越佳，公司股票流動性越好。

黃世新（2017）以一、二屆上市上櫃企業公司治理評鑑系統評鑑結果之公司為研究對象，探討與企業績效之關聯性。實證結果顯示，公司治理評鑑結果與股東權益報酬率為正向關係，代表公司治理評鑑結果較佳的公司，其股東權益報酬率亦較高，代表重視公司治理，越能運用股東權益資源，為股東創造更高的獲利。

黃正銜（2017）以公司治理評鑑系統所公布之第二屆之上市上櫃公司為樣本對象，探究公司治理與其營運績效的關聯性。實證研究結果發現，公司治理評鑑結果與資產報酬率、股東權益報酬率及托賓 Q 呈現正向顯著的關係。代表企業公司治理評鑑等級越高時，其經營成效表現也越佳。由此結果可作為日後投資者在投資一家公司前，可先參考該公司的評鑑結果，以降低投資風險。

林俊傑、劉梧柏和黃華瑋（2018）探討台灣上市櫃公司治理評鑑系統之評鑑結果與財務績效及公司價值是否有相關。實證結果得出，公司治理評鑑結果與公司價值具顯著正向相關，而實證結果對於主管機關評估現行評鑑系統與投資人實務上之決策分析，具有參考價值，故投資人應將公司治理品質列為選擇投資標的時重要的評估參考。

陳煒朋和徐淑芳（2019）針對此資訊揭露評鑑結果呈現方式之變革，探討新、舊制度下企業資訊揭露與市場風險、股票流動性及企業價值之關聯。實證結果顯示，在原有的五等級制資訊揭露評鑑制度下，評鑑等級無法充分反應；在評鑑制度改為七等級制後，此時評鑑等級愈高的公司其市場風險愈低、股票流動性愈好、企業價值愈高。

財務報告和資訊揭露是管理階層向外部投資者傳達公司績效和治理的重要工具，資訊揭露程度越高，越能幫助投資人有效評估公司價值(Healy and Palepu, 2001)。財務理論也認為當公司資訊揭露程度高，將有助於降低資訊不對稱與不確定性，進而提升企業

價值。而企業資訊揭露程度的提升，亦可分為市場流動性的提升、資金成本的降低與企業價值的增強。

資訊揭露程度越高的企業，其股票的流通性與股價也相對較高（張詩涵，2012；陳煒朋和徐淑芳，2019；賴秀燕，2014），股價的波動性也較為穩定。Healy, Hutton and Palepu (1999)實證研究發現，當企業的資訊揭露水準提高時，股票報酬率會隨之成長，並增加股票市場的流動性，降低投資的不確定性。Healy and Palepu (2001) 也指出可透過自願性揭露降低管理當局與外部股東之間的資訊不對稱問題，促使提高股票的流動性。

資訊揭露程度愈高時，愈能吸引更多的投資者而有利於資金的募集，進而降低企業的資金成本。陳瑞斌、許崇源（2008）以國內上市公司為樣本，檢視資訊揭露水準與權益資金成本之間的關聯性。實證結果顯示，資訊揭露水準與權益資金成本呈顯著負相關，表示在國內資本市場的環境中，增加企業的資訊揭露水準，能降低管理當局與外部投資人之間的資訊不對稱，降低投資人所承擔的資訊風險與代理風險，可獲得較低的權益資金成本。Diamond and Verrecchia (1991) 發現提升公開資訊的揭露能減少資訊不對稱，並藉由改善資訊揭露之品質，增加股票之流動性，吸引更多的投資者，進而降低企業的資金成本，股票報酬也會跟著提升。

此外，企業資訊揭露程度也與企業價值存有相互關聯，較高的企業資訊揭露程度是良好公司治理下所產生之結果，代表重視公司治理，越能運用股東權益資源，為股東創造更高的獲利(曾炳霖，2002；黃世新，2017)。周建新、林宗得（2005）以電子資訊產業為研究對象，探討 24 個年報自願性揭露項目與 21 個網站資訊項目之資訊透明度對企業價值之增額解釋能力，實證結果發現，在電子產業中，資訊透明度與企業價值的確存在顯著的正向關係。

黃惠娟（2011）從過去文獻中發現，以散戶投資人為主的台灣股票市場中，買賣價差相對其他變數，更適合用於衡量市場流動性，而買賣價差不僅可作為衡量流動性之變數，也可作為衡量資訊不對稱之指標。目前諸多文獻以買賣價差(bid-ask spread)作為資訊不對稱之代理變數(陳天志、蔡孟易，2011；王元章、陳振遠、張眾卓，2012)。Welker (1995) 研究也顯示公司的揭露品質與股票買賣價差(bid-ask spread)呈負相關。其次，提高公司揭露水準將有助於降低投資人在估計資產報酬時所面臨的估計風險(estimation risk)或資訊風險。Bloomfield and Wilks (2000)的分析指出良好的揭露品質可以降低投資風險，縮小股票的買賣價差使市場流動性提高並推動公司價值的提升。Heflin, Shaw and

Wild (2005) 研究公司資訊揭露政策與市場流動性的關係，發現資訊揭露透明度與股票買賣價差之間為負相關，主張加強資訊的揭露可以提升股票市場的流動性。

第五節 資訊揭露程度與處分效果之實證

公司治理揭露程度較佳的企業，所釋放訊息效果較強，同時降低資訊不對稱程度，縮小買賣價差，市場流動性較佳，使企業價值提高。因此，投資人在進行投資決策時，會傾向先參考該公司的評鑑結果，以降低投資風險。洪玉珊（2016）發現公司治理評鑑結果揭曉之訊息確能對公司股票價格產生影響進而造成股價波動，該訊息會影響投資人之投資決策，代表此資訊是具有內涵的。而投資人對於資訊揭露程度的不同，各類別投資人對所掌握的資訊與解讀能力也會有所不同。

根據過去相關的文獻，呂岳峰（2007）以 2007 年為研究期間，探討投資人對於不同資訊評等發布時對市場投資人交易行為。實證發現，台灣散戶投資人存在強烈的處分效果，在好消息時傾向盡快出脫股票以取得實際獲利，在壞消息公布後則傾向承擔風險，繼續持有已經看壞的股票。散戶投資人與總體外資兩者的相關性，不論外資發佈任何等級評等，兩者的交易行為均呈現負向相關性，代表當外資買進(賣)時，散戶便賣出(買進)。徐中琦、黃劍鈺（2010）為探討公司資訊揭露透明度對台灣股票集中市場的散戶、自營商、投信基金、外資法人是否會產生處分效果，採用資訊揭露評鑑作為變數。其結果也發現散戶與自營商不論投資資訊揭露透明度較佳或較差的公司，都具有處分效果；但是自營商在投資透明度較佳的公司時，處分效果比較輕微；而投信基金在投資資訊揭露透明度較差的公司時，具有處分效果，但是在投資透明度較佳的公司時，處分效果則不顯著；外資法人不論投資資訊揭露透明度較佳或較差的公司，都具有逆處分效果。

第參章 研究方法與假說

本研究參照 Weber and Camerer (1998)提出之處分係數檢驗三大機構法人與散戶投資人是否有處分效果行為。以機構投資人(包含外資法人、投信法人及自營商)之買賣交易資料，與散戶投資人交易買賣資料計算出處分係數，進行無母數與 t 檢定，當處分係數大於 0 時具有處分效果。另以公司治理評鑑與買賣價差作為資訊揭露之代表變數，探討資訊揭露是否可以解決處分效果偏誤之問題。

本章共分為三節，第一節為研究假說；第二節介紹本研究之研究對象、資料來源、研究期間與變數定義；第三節針對本研究所應用之 Weber and Camerer (1998)處分係數實證模型及統計檢定方法作說明。

第一節 研究假說

本研究目的在探討台灣股市不同類型投資人之處分效果，以及資訊揭露程度的不同與各類投資人之間的關聯性。本研究提出以下假說：

假說 1: 三大機構法人不具有處分效果但散戶投資人存在處分效果。

台灣市場中，機構投資人包含外資、投信及自營商。機構投資人擁有較多資源，以及專業的分析能力與判斷，相較於散戶投資人，能降低投資判斷上的偏誤，更謹慎投資。沙勝毅（2000）採用 Odean (1998)方法，發現散戶在台灣股市有顯著處分效果存在，外資則出現顯著相反的效果。徐中琦、黃劍鈺（2010）與甘宸緯（2014）亦發現三大機構法人中，外資不具處分效果。有些研究則發現投信或自營商不存在處分效果。因此本研究推論，三大機構法人不具有處分效果但散戶投資人存在處分效果，且散戶投資人的處分效果比三大機構法人強烈。

假說 2:相較於公司治理評鑑佳之公司，投資人在公司治理評鑑較不佳公司的處分效果均更強烈。

Diamond and Verrecchia (1991)發現提升公開資訊的揭露能減少資訊不對稱，並藉由改善資訊揭露之品質，增加股票之流動性，吸引更多的投資者，進而降低企業的資金成本，股票報酬也會跟著提升。林俊傑、劉梧柏和黃華璋（2018）以公司治理評鑑系統之評鑑結果，發現對於主管機關評估現行評鑑系統與投資人實務上之決策分析，具有參考

價值，故投資人應將公司治理品質列為選擇投資標的時重要的評估參考。因此本研究推論，相較於公司治理評鑑佳之公司，投資人在公司治理評鑑較不佳公司的處分效果應更強烈。

假說 3: 相較於買賣價差較小的公司，投資人在買賣價差較大之公司，其處分效果均更為強烈。

黃惠娟（2011）從過去文獻中發現，以散戶投資人為主的台灣股票市場中，買賣價差相對其他變數，更適合用於衡量市場流動性，而買賣價差不僅可作為衡量流動性之變數，也可作為衡量資訊不對稱之指標。Welker (1995)研究結果也發現，資訊揭露程度與股票買賣價差之間存有負向關係。因此本研究推論，投資人在買賣價差較大之公司，處分效果均更為強烈。

第二節 資料蒐集與處理

一、研究對象

台灣股市相較於國際股市屬於淺碟型市場，具有規模小、風險(波動性)高、週轉率高特性。此外，台灣股市交易市場的投資人若按投資人類別觀察，仍以散戶所占比例最大，比重達六成以上(如圖 3-1 所示)。由於法人或機構投資者取得相關訊息較迅速、正確，加上其具有專業的分析與判斷，故其投資決策較不易出現不理性行為。相對而言，散戶投資者取得資訊不易且有時間上的落差，較易受市場波動及情緒之影響，進而影響其投資決策而出現處分效果或過度自信現象。

因此，本研究基於前述台灣股市及投資人特性，以台灣股票市場交易資料進行驗證，為瞭解整體台灣股市投資人之處分效果，本研究選擇代表性之台灣五十成分股之上市公司作為主要研究對象。台灣五十成分股之總市值與加權股價指數的相關係數因高達 0.98 以上，二者相關性相當高，故以台灣五十成分股作為研究樣本，以模擬整體市場的變化，並加以區分投資人為三大機構法人及散戶投資人。

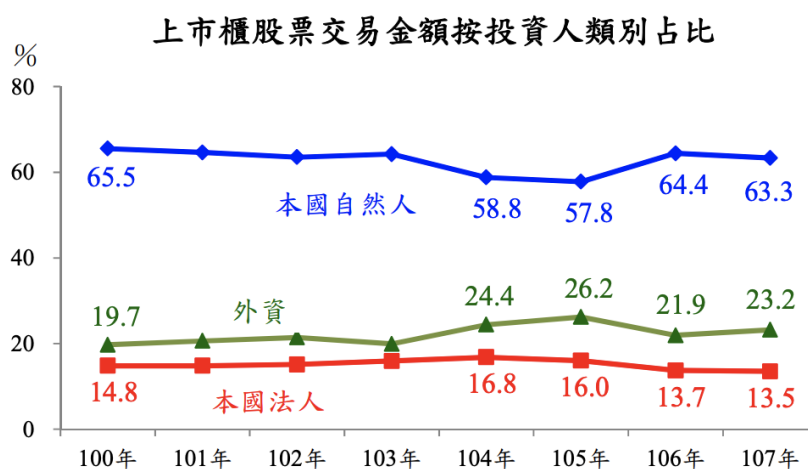


圖 3-1 投資人類別

資料來源:行政院主計總處

二、研究期間與樣本選取

樣本選取期間為 2014 年 1 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日，資料頻率為日資料，共計四年。

本研究所需相關資料來源，如大盤之個股每日成交量與每日買賣股票之金額、買賣

價差變數等，均取自台灣經濟新報資料庫(TEJ)；第一屆至第四屆(期間為 2014-2017 年)上市櫃公司之公司治理評鑑結果取自證券暨期貨市場發展基金會網站及台灣經濟新報資料庫(TEJ)之公司治理。在散戶投資人部分，目前台灣經濟新報資料庫所提供之市場成交量資料中未包含散戶投資人的詳細資料，故本研究對散戶投資人交易量之定義係以市場總成交量扣除三大機構法人交易量計算得出。

三、研究變數之定義

本研究所使用的研究變數，包括公司治理評鑑、買賣價差、報酬率、散戶及三大法人成交量。在過去文獻中，公司的資訊揭露程度對處分效果有一定程度的影響，故本研究將探討公司治理評鑑、買賣價差、處分效果，三者之關聯性。

(一) 公司治理評鑑

證交所所建置之「公司治理評鑑」，於 2014 年第一次辦理，此評鑑每年辦理一次，以前一完整年度之公司治理情形為評鑑分析的範圍，針對所有上市櫃公司進行評鑑。為使評鑑作業更加嚴謹，除了於公開資訊觀測站、年報與公司網站所揭露之公司治理相關事項等資訊，另由受評公司進行自評作業，自評內容與證基會之評核結果進行比對，再就重大差異部分進行雙方溝通確認，完成最終評核作業。評鑑指標分為以下五大構面：

1. 維護股東權益；
2. 平等對待股東；
3. 強化董事會結構與運作；
4. 提升資訊透明度；
5. 落實企業社會責任。

評鑑資料分析期間至評鑑結果公布前，有下列情事之上市櫃公司，亦不列為受評對象：評鑑資料分析期間內上市(櫃)未滿一年之公司、變更交易方法之公司、停止買賣之公司、終止上市(櫃)之公司等因素。

本研究以第一屆到第四屆(2014 年至 2017 年)公司評鑑系統作為資訊揭露之代理指標，其評鑑採用受評公司中之上市公司。為方便跨年度比較，以公布評鑑成績高低對照 TEJ 等級區分為前 5%(A+)、6%~20%(A)、21%~35%(B)、36%~50%(C)、51%~65%(C-)、66%~80%(D)、81%~100%(D-)等七級距，並將名單中為台灣五十成分股之公司為主要對象。本研究將七個級距以虛擬變數方式衡量，分別將第一屆至第四屆公司治理評鑑結果

排名在前百分之五的公司，列為資訊揭露透明度較佳的公司，設虛擬變數為 1；將四屆公司治理評鑑結果均不在排名前百分之五的公司，列為資訊揭露透明度較差的公司，設虛擬變數為 0。

(二)解釋變數

1. 買賣價差%

買賣價差不僅可作為衡量流動性之變數，也可作為衡量資訊不對稱之指標。目前諸多文獻以買賣價差作為資訊不對稱之代理變數（陳天志、蔡孟易，2011；王元章、陳振遠、張眾卓，2012）。因此，本研究將買賣價差以虛擬變數方式衡量，區分為買賣價差較小者為 1，買賣價差較大者為 0。其中，買價和賣價取自 TEJ 資料庫中最後揭示買價(bid)與最後揭示賣價(ask)來衡量，其算式如下：

$$\text{買賣價差(bid - ask spread)百分比} = \frac{(\text{ASK} - \text{BID})}{\frac{(\text{ASK} + \text{BID})}{2}} * 100 \quad (3-1)$$

2. 成交量

三大機構法人合計成交量(股)=外資買進賣出張數*1000+投信買進賣出張數*1000+自營商買進賣出張數*1000

散戶投資人合計成交量(股)=市場總成交量*2-三大機構法人合計成交量

3. 報酬率(%)

$$\text{報酬率}(\%) = \frac{\text{第 } t \text{ 期收盤指數} - \text{第 } t - 1 \text{ 期收盤指數}}{\text{第 } t - 1 \text{ 期收盤指數}} * 100 \quad (3-2)$$

(三)資料處理

1. 排除資料不齊全的公司。研究期間為2014年1月1日至2017年12月31日，共計979個交易日，在該段期間內三大機構法人或散戶投資人每日交易資料有遺漏者，則該公司自研究樣本中予以剔除。
2. 排除公司治理評鑑不列為受評對象或資料不足而不列入評鑑的上市公司，以及買賣價差資料不全者。

3. 為探討公司治理評鑑對處分效果影響，本研究係以各組依評鑑成績高低為劃分標準，將樣本分為兩大類，選取排名前百分之五的公司作為公司資訊揭露透明度較佳的公司，而公司資訊揭露透明度較差的公司則是排名百分之五以下之公司。

第三節 研究模型

一、變數定義及計算方法

研究散戶投資人和機構法人處分效果之最佳方式，為取得投資人交易明細資料，以每一筆買賣時點直接觀察，但由於資料內容涉及隱私問題，直接取得詳細資訊困難，因此本研究參考 Weber and Camerer (1998)提出之處分係數法，以探討三大機構法人與散戶投資人之處分效果。

依據 Weber and Camerer (1998)對處分效果之定義，投資人會以前一期股價為參考點，並將前一期股票之損失或是利得，作為本期處分或持有股票之投資決策。本研究將處分係數之衡量區分為兩類，一為整體台灣股市之處分係數，以台灣五十每日報酬率之漲跌及交易量為計算。由於計算出的處分係數僅有一個值，雖然可以代表整體股市的狀況，但卻無法進行統計顯著性檢定。因此，本研究另外衡量以每日為主的處分係數，以便進行處分係數是否顯著的檢定：

1. 整體台灣股票市場處分係數的衡量

$$\alpha_1 = \frac{\Sigma S_+ - \Sigma S_-}{\Sigma S_+ + \Sigma S_-} \quad (3-3)$$

其中， α_1 : 整體台灣股票市場的處分係數。為整個研究期間累加之成交量；

S_+ : 前一期指數上漲(報酬率為正)，本期之累積成交量；

S_- : 前一期指數下跌(報酬率為負)，本期之累積成交量。

2. 每日處分係數的衡量

$$\alpha_2 = \frac{\Sigma S_+ - \Sigma S_-}{\Sigma S_+ + \Sigma S_-} \quad (3-4)$$

其中， α_2 :台灣股票市場的處分係數；

S_+ : 前一期指數上漲(報酬率為正)，本期之成交量；

S_- : 前一期指數下跌(報酬率為負)，本期之成交量。

不論計算整體或以日期計算的處分係數，先判斷前一期之報酬成交量以後，將計算期間之 S_+ 與 S_- 的數值加總，分別為 ΣS_+ 與 ΣS_- ，再利用公式計算處分係數 α_1 及 α_2 。其中，處分係數介於-1至1之間，當處分係數越接近1，代表投資人急欲處分獲利股票或繼續持有損失股票，此時處分效果越強烈；當處分效果為負值時，則存有與處分效果相反之心態。亦即，當 $\alpha > 0$ 時，表示 ΣS_+ 大於 ΣS_- ，即當股票價格上漲時，投資人傾向快速出售手中的股票，以實現確定之利得，但當股票價格下跌時，投資人不願承認損失，傾向繼續持有虧損之股票，此時投資人具有處分效果；反之，當 $\alpha \leq 0$ 時，則不存在處分效果。

二、處分係數之檢定方法

在進行處分係數檢定前為先了解樣本資料的型態，故先對樣本進行適合度檢定，本研究以K-S檢定來檢視樣本是否符合常態分配。為求統計方法之嚴謹，在檢定同時使用T檢定與無母數之檢定方式來進行實證分析。對單一母體平均數使用T檢定與Wilcoxon符號順序檢定(Wilcoxon sign-rank test)；對兩不獨立(成對)樣本母體平均數使用T檢定與Wilcoxon符號順序檢定。其檢定方法如下所示：

1、K-S 檢定 (Kolmogorov-Smirnov test)

K-S檢定可用於適合度檢定，當母體分配未知時，本研究係使用K-S檢定進行測試分配是否為常態，其檢定統計量如下：

$$\begin{cases} H_0: \text{樣本為常態分配} \\ H_1: \text{樣本為非常態分配} \end{cases}$$

本研究透過SPSS統計軟體進行分析，將顯著水準設定在 $\alpha=0.05$ ，作為檢定樣本是否為常態分配的判斷標準。當P值大於0.05時，表示樣本分配為常態分配，反之則拒絕虛無假設。

2、T 檢定

T檢定主要的用途係作為母體平均數 μ 的推論。當樣本為常態分配時，為驗證散戶及三大法人處分係數是否顯著大於0，可用t檢定。其統計量設定如下：

$$\begin{cases} H_0: \mu_0 \leq 0 \\ H_1: \mu_0 > 0 \end{cases}$$

$$t = \frac{\bar{X} - 0}{\frac{s}{\sqrt{N}}} \quad (3-5)$$

若 $t > t_\alpha$ ，應拒絕 H_0 ，表示母體平均數顯著大於 0。

3、Wilcoxon 符號順序檢定 (Wilcoxon sign-rank test)

Wilcoxon 符號等級檢定係用來檢定單一母體不符合常態分配時，將採用 Wilcoxon 符號順序檢定中位數大小。其檢定統計量設定如下：

$$\begin{cases} H_0: \eta \leq 0 \\ H_1: \eta > 0 \end{cases}$$

$$Z = \frac{R - E(R)}{\sqrt{V(R)}} \quad (3-6)$$

其中， $E(R) = \frac{n(n+1)}{4}$ ；

$$V(R) = \frac{n(n+1)(2n+1)}{24}$$

若 $z > z_\alpha$ ，應拒絕 H_0 ，表示母體平均數顯著大於 0。

第肆章 實證結果與分析

本章共分為四節，目的在於驗證台灣股市之散戶投資人與三大機構法人是否存在處分效果，以及資訊揭露程度是否可以減緩不同投資人處分效果行為偏誤的發生。第一節描述樣本概述，包括研究變數之定義與敘述統計量。第二節針對樣本資料進行常態性檢定，以驗證資料是否符合常態分配。第三節以樣本期間中整體散戶投資人及三大機構法人為研究對象，探討是否存在處分效果。第四節考量不同投資人在不同資訊揭露下之差異性分別進行比較與說明。

第一節 樣本概述

一、研究變數之定義

在過去文獻中，公司的資訊揭露程度對處分效果有一定程度的影響，故本研究使用報酬率、散戶投資人及三大機構法人之成交量計算出處分係數，並採用公司治理評鑑、買賣價差作為資訊揭露程度之代理變數。茲將本研究期間內各研究變數，彙整如表 4-1 所示。

二、研究變數之統計量

本研究樣本期間自 2014 年 1 月 1 日到 2017 年 12 月 31 日，共計 979 個交易天數。以台灣五十之成分股上市公司作為樣本，區分不同類別投資人為散戶投資人與三大機構法人，並針對不同研究變數，將統計量彙整如表 4-2 所示。

從表 4-2 可看出，三大機構投資人與散戶投資人在不同變數中，其處分係數的平均值皆顯著大於 0，且散戶投資人之平均數與標準差皆高於三大機構投資人，代表散戶投資人相對處分效果較為強烈。

第二節 常態性檢定

在驗證本研究各項假說前，須先了解樣本資料之分配，故先對樣本進行適合度檢定，本研究係以所有台灣五十成分股股票之處分係數作為檢定樣本，並以 K-S 檢定檢視樣本是否符合常態性檢定。本研究透過 SPSS 統計軟體進行分析，將顯著水準設定在 0.05 的情況下，作為檢定樣本是否為常態分配的判斷標準。當 P 值大於 0.05 時，表示樣本為常態分配，反之則拒絕虛無假設。其檢定結果如表 4-3 所示。

研究結果顯示，由於三大機構投資人與散戶投資人 K-S 常態檢定值之 P 值皆大於顯著水準 0.05，故不拒絕虛無假設，由此可知樣本經過 K-S 檢定後符合常態分配。雖然樣本符合常態分配，但為求統計方法之嚴謹，在檢定同時使用 T 檢定與無母數 Wilcoxon 符號順序檢定(Wilcoxon sign-rank test)之統計方式來檢視三大機構法人與散戶投資人處分效果之顯著。

第三節 整體投資人處分效果之檢定

本研究旨在驗證台灣股市不同類別投資人是否存在處分效果，將區分為兩類，一為整體台灣股市之處分係數，由於所計算的處分係數僅有一個值，雖然可以代表整體股市的狀況，但卻無法進行統計顯著性檢定。因此，另衡量每日處分係數，以便進行是否顯著的檢定。

本研究樣本共計 979 個交易天數，利用 Weber & Camerer (1998)所提出之處分係數法，依不同投資人、公司治理揭露程度及買賣價差劃分，驗證其是否具有處分效果。

由表 4-4 結果可知，樣本期間依投資人區分，三大機構法人處分係數為 0.1247，明顯大於 0，亦即三大機構法人存在處分效果。散戶投資人處分係數為 0.1570，可知散戶投資人也存有處分效果。

為探討不同資訊揭露程度是否對三大機構法人及散戶投資人存有處分效果，本研究使用公司治理評鑑與買賣價差做為代理變數。本研究將第一屆至第四屆(2014 年至 2017 年)公司治理評鑑結果，排名在前百分之五(A+)的公司，列為資訊揭露透明度較佳的公司；將四屆公司治理評鑑結果不在排名前百分之五的公司，列為資訊揭露透明度較差的公司。此一實證結果顯示：在公司治理揭露程度較佳的三大機構法人與散戶投資人，其處分係數分別為 0.1229 與 0.1525，亦即兩者投資人皆存在處分效果。而在公司治理揭露

程度較差之三大機構法人與散戶投資人，其處分係數皆大於 0，分別為 0.1263 以及 0.1624。顯示出三大機構法人與散戶投資人不論在公司治理揭露程度較佳或較差，皆具有處分效果。

本研究另以買賣價差做為衡量指標，劃分為買賣價差較小以及買賣價差較大者。研究發現，在買賣價差較小者之三大機構法人與散戶投資者，其處分係數為 0.0883 與 0.1277，皆存有處分效果。在買賣價差較大者，三大機構法人與散戶投資人皆有處分效果，分別為 0.1450 與 0.1709。此一結果也顯示，三大機構法人與散戶投資人在買賣價差較小與較大者皆具處分效果。

第四節 處分效果之分析:考量不同投資人資訊揭露程度下之實證結果

一、依不同投資人之屬性劃分

與前一節分析方式相同，本研究依不同類型投資人以及公司治理評鑑與買賣價差做為資訊揭露之代理變數，驗證不同資訊揭露程度與不同投資人之處分效果，以及資訊揭露是否可以減輕各類投資人之處分效果。

上述所探討之三大機構法人與散戶投資人皆存在處分效果。本研究另以 T 檢定輔以無母數統計量檢定，採用 Wilcoxon 符號順序檢定來驗證不同投資人是否具有處分效果，從表 4-5(A)欄可知，經過 T 檢定與 Wilcoxon 符號順序檢定結果，其處分係數之平均值顯著大於 0，表示三大機構法人之投資行為具有處分效果。散戶投資人之處分係數平均數為 0.1443，T 檢定與無母數 Wilcoxon 符號順序檢定結果也顯著大於 0，代表散戶投資人亦顯著具處分效果。由結果可以得知，不論是使用 T 檢定統計量或 Wilcoxon 符號順序檢定，其統計結果在顯著水準 0.05 下，拒絕平均數小於 0 之虛無假設，即三大機構法人與散戶投資人皆存在處分效果。說明分析結果具有一致性，故證明三大機構法人與散戶投資人在買賣股票時，會因為不願實現損失之影響，傾向繼續持有股票，以及急於出售利得股票。此與許祐瑞（2000）、曾瑞弘（2002）等研究結果相符，結果皆證實三大機構法人與散戶投資人存在處分效果。

藉由差異性之檢定，以驗證不同類別投資人之間，處分效果的差異是否顯著，其結果陳列於 4-5(B)欄。當處分係數大於 0，代表具有處分效果，且處分係數越大，處分效果越強烈。結果顯示出處分係數之平均差異為-0.0090，代表散戶投資人的處分效果較大，

三大機構法人與散戶投資人經過 T 檢定與無母數 Wilcoxon 符號順序檢定後，其差異皆為顯著，證實散戶投資人之處分效果大於三大機構法人。

根據上述實證結果發現，此結果不支持假說一：三大法人不具有處分效果但散戶存在處分效果。而是散戶投資人與三大機構法人皆具有處分效果，且散戶投資人處分效果皆明顯大於三大機構法人，代表散戶投資人較三大機構法人可能因取得資訊不易且有時聞上的落差，較易受市場波動及情緒之影響，進而影響其投資決策而出現不理性行為，造成急於處分獲利股票及持有損失股票的心理，而三大機構投資者因取得相關訊息較正確，加上其具有專業的分析與判斷，故其投資決策較不易出現不理性行為。

二、依公司治理揭露之屬性劃分

將兩類投資人的樣本分為公司治理程度較佳與公司治理程度較不佳兩組後分別代入 Weber & Camerer (1998)實證模型，驗證不同類型投資人在公司治理揭露不同之公司是否存在處分效果，其處分係數之平均值與標準差，彙整於表 4-6(A)欄，不同類別投資人在公司治理揭露程度之差異性檢定陳列於表 4-6(B)欄。

由表 4-6(A)欄可知，三大機構法人及散戶投資人在公司治理揭露程度較佳與不佳的公司，經過 T 檢定與無母數 Wilcoxon 符號順序檢定的結果，處分係數平均值都顯著大於 0，代表三大機構法人與散戶投資人不論在公司治理程度較佳或較不佳之公司，都具有處分效果。且散戶投資人在投資公司治理揭露較佳或較不佳公司時，處分係數平均值都較大。

由表 4-6(B)欄結果也可以看出，三大機構法人公司治理揭露佳與不佳處分係數之平均值差異為 0.0192，雖顯示公司治理較佳的處分效果較大，但以 T 檢定與無母數 Wilcoxon 符號順序檢定皆無法證實公司治理揭露佳之處分效果大於公司治理揭露較不佳的公司。而散戶投資人在公司治理揭露程度不同之公司，處分係數差異平均值為 0.0277，在經過 T 檢定與無母數 Wilcoxon 符號順序檢定後的結果，得出散戶投資人在不同公司治理揭露程度間具有顯著性差異，結果與假說 2 相反。此一實證可能解釋為，散戶投資人在投資公司治理揭露較不佳公司時，會因為該公司治理評鑑結果之公布具有資訊內涵，投資人在獲得充分且相關資訊後會避免去投資公司治理較差之公司，所以處分效果較輕微。

三、依買賣價差之屬性劃分

本研究進一步以買賣價差作為衡量資訊揭露之指標，探討不同類別投資人對於不同買賣價差之處分效果。參照表 4-7(A)欄的分析結果，三大機構法人及散戶投資人不論在買賣價差大及買賣價差較小之公司，以 T 檢定與無母數 Wilcoxon 符號順序檢定後發現，在顯著水準為 0.05 下，處分係數的平均值都顯著大於 0，可以拒絕虛無假說。顯示三大機構法人及散戶投資人在買賣價差不同時皆存在處分效果，且三大機構法人及散戶投資人在買賣價差較大，其處分係數平均值也較大。

表 4-7(B)欄則提供各類別投資人在不同買賣價差下，處分係數平均值差異之檢定結果。三大機構法人及散戶投資人在投資買賣價差不同公司時，經過統計檢定的結果顯示，處分係數的平均差異為-0.0512 與-0.0399，其差異性顯著小於 0，證實三大機構法人及散戶投資人在買賣價差較大的公司，其處分效果較為強烈，支持研究假說三：相較於買賣價較小的公司，投資人在買賣價差較大之公司，其處分效果均更為強烈。Welker (1995) 研究發現公司的揭露品質與股票買賣價差呈負相關，當買賣價差較小時，公司資訊揭露程度會較高，因此，提高資訊揭露水準可以降低投資風險。此一實證發現，三大機構法人及散戶投資人在投資買賣價差較小的公司時，會因為其資訊揭露水準較高，投資人較了解公司狀況，擬定決策時較為理性，故較不易出現出盈保虧的行為。

第五章 結論與建議

本章共分為二節，第一節根據第肆章實證結果得出研究結論進行說明，並於第二節提出對未來後續研究之建議。

第一節 結論

本研究回顧國內外針對資訊揭露與處分效果之文獻，發現僅有少數學者對資訊揭露與處分效果進行研究，因此，本研究以 2014 年 1 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日之台灣五十之成分股上市公司作為樣本，區分不同類別投資人為散戶投資人與三大機構法人。採用 Weber and Camerer (1998) 所提出計算處分係數的方法，先對台灣股票集中市場的散戶投資人與機構投資人進行處分效果之驗證，其次再以第一屆至第四屆公司治理評鑑結果與買賣價差作為資訊揭露之代理變數，探討公司資訊揭露程度是否可以減緩各類別投資人之處分效果。

過去實證發現，台灣股市散戶投資人皆存在處分效果。而三大機構法人方面，研究結論則各有分歧，有些研究支持三大機構法人均具有處分效果，些許研究則指出三大機構法人不具有處分效果。而本研究在股市處分效果實證結果發現，散戶投資人與三大機構法人皆具有處分效果，該結論與沙勝毅 (2000)、許光華、林秉璋 (2005) 研究結果相符；三大機構法人也具有處分效果則與許祐瑞 (2000)、曾瑞弘 (2002) 的結果相似。且發現散戶投資人處分效果明顯大於三大機構法人，代表散戶投資人較三大機構法人可能因取得資訊不易且有時間上的落差，較易受市場波動及情緒之影響，進而影響其投資決策而出現不理性行為，造成急於處分獲利股票及持有損失股票的心理，而三大機構投資者因取得相關訊息較正確，加上其具有專業的分析與判斷，故其處分效果較輕微。

其次，在公司治理評鑑方面，三大機構法人與散戶投資人不論在公司治理揭露程度較佳或較不佳之公司，都具有處分效果。然而，三大機構法人雖顯示公司治理較佳的處分效果較大，但經差異性檢定後無法證實公司治理揭露佳之處分效果大於公司治理揭露較不佳。散戶投資人在不同公司治理揭露程度則具有顯著性差異。

最後，進一步以買賣價差做為區分，其實證結果發現，三大機構法人及散戶投資人在買賣價差不同時皆存在處分效果，且在買賣價差較大時，處分係數平均值也較大。經過差異性結果也證實三大機構法人及散戶投資人在買賣價差較大的公司，其處分效果較

為強烈。投資人在投資買賣價差較小的公司時，會因為其資訊揭露水準較高，較不易出現急於獲利、惜售損失的現象。

公司治理評鑑結果與買賣價差結論之差異可能解釋為，公司治理評鑑為每年辦理一次，且從自評至評鑑公布前，期間有數月之落差，因此，在資訊提前反應情況下，公司治理揭露較不佳公司不會出現較強之處分效果。而買賣價差適合用於衡量市場流動性，因此，相較於一年一次之公司治理評鑑結果，與處分效果更為相關。

根據上述研究結果證實，處分效果是投資人行為偏誤的一種，投資人會為了避免後悔，傾向繼續持有損失的股票與太快實現獲利，故投資人在了解處分效果後，應設法緩和處分效果，調整其投資決策，審慎評估並確實執行停損與停利。而公司的資訊揭露對不同投資人之處分效果有一定影響，投資人應將公司治理揭露程度列為選擇投資標的時重要的評估依據，投資資訊揭露程度較佳的公司，將有助於降低資訊不對稱與不確定性，以減少不理性之投資行為。同時，政府應提升公司的揭露程度，強化公司治理水平，以供投資人參考。

第二節 建議

本研究針對後續研究提出相關之建議如下數點所示：

- 一、本研究因資料取得不易之限制，若未來研究能獲取投資人其交易明細資料，以每一筆買賣時點直接觀察，便能更進一步研究，建議可改採用其他方法衡量處分效果，使投資人處分效果之驗證更趨完整。
- 二、本研究僅針對大範圍台灣股市投資人進行研究，然而，市場投資人種類眾多，散戶及機構法人投資行為模式也不同，建議未來研究可細分投資人類別以及區分不同金融市場驗證對處分效果之影響。
- 三、針對行為財務之研究，影響投資人的決策或偏誤取決於投資人心理因素，建議後續研究應納入其他行為偏誤因素做為考量。

第陸章 參考文獻

中文文獻

1. 王元章、陳振遠、張眾卓 (2012)，「公司治理與市場流動性」，證券市場發展季刊，第24卷，第2期，頁125-178。
2. 王韻怡、池祥萱、周冠男 (2016)，「行為財務學文獻回顧與展望:台灣市場之研究」，經濟論文叢刊，第44卷，第1期，頁1-55。
3. 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系碩士論文。
4. 甘宸緯 (2014)，「不同產業及持股週轉率對機構法人處分效果差異之比較研究——以台灣上市公司為例」，國立臺北大學企業管理學系碩士論文。
5. 沙勝毅 (2000)，「台灣股票市場散戶與外資投資心理之比較研究」，銘傳大學國際企業管理所碩士論文。
6. 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」，國立台灣大學財務金融所碩士論文。
7. 呂岳峰 (2007)，「股市資訊對散戶投資者與外國機構投資者交易行為的影響」，國立台北科技大學商業自動化與管理碩士論文。
8. 吳威德 (2008)，「台灣上市上櫃股市投資人處分效果之研究-以分量迴歸分析」，世新大學管理學院財務金融學系碩士論文。
9. 周賓凰、池祥萱、周冠男、龔怡霖 (2002)，「行為財務學: 文獻回顧與展望」，證券市場發展季刊，第14卷，第2期，頁1-48。
10. 林秉璋 (2003)，「台灣股市散戶投資人處分效果之實證研究」，朝陽科技大學財務金融所碩士論文。
11. 周建新、林宗得 (2005)，「資訊透明度對企業價值增額解釋能力之研究」，會計與公司治理，第2期，第2卷，頁25-46。
12. 林泉源、吳瑞山、黃婉華 (2006)，「台灣股市機構投資人處分效果之實證研究」，企業管理學報，第68期，頁87-132。
13. 林岳賢 (2006)，「公司治理與資訊揭露透明度之關聯性探討——以台灣上市電子業為例」，淡江大學國際貿易學系國際企業碩士論文。

14. 林美珍、楊念慈 (2017), 「行為財務學與資產訂價異常現象: 文獻回顧與展望」, 證券市場發展季刊, 第29卷, 第4期, 頁1-62。
15. 林俊傑、劉梧柏、黃華瑋 (2018), 「公司治理評鑑與財務績效及公司價值之關聯性探討: 以台灣上市櫃企業公司治理評鑑為例」, 商略學報, 第10卷, 第1期, 頁23-46。
16. 胡讚嶽 (2012), 「台灣證券市場處分效果之研究」, 淡江大學財務金融學系碩士在職專班碩士論文。
17. 洪玉珊 (2016), 「公司治理評鑑結果對股價之影響」, 輔仁大學會計學系在職專班碩士論文。
18. 郭素菱 (2002), 「機構投資人與財務報表攸關性之研究」, 成功大學會計學系碩士論文。
19. 陳瑞斌、許崇源 (2008), 「資訊揭露水準對於權益資金成本之影響」, 東吳經紀商學報, 第61期, 頁67-108。
20. 徐中琦、黃劍鈺 (2010), 「台灣散戶投資人與機構法人處分效果之研究: 考量資訊揭露、股票風險與投資人情緒之實證結果」, 商管科技季刊, 第11卷, 第1期, 頁109-138。
21. 陳天志、蔡孟易 (2011), 「資訊意涵與股票報酬之關連性研究--以台股上市塑膠業為例」, 南亞學報, 第31期, 頁427-442。
22. 連苡均 (2016), 「國內股市處分效果之實證研究-以2015年放寬漲跌幅限制為例」, 國立宜蘭大學應用經濟與管理學系碩士論文。
23. 陳煒朋、徐淑芳 (2019), 「資訊揭露與投資人保護: 市場風險、股票流動性與企業價值分析」, 證券市場發展季刊, 第31期, 第1卷, 頁87-140。
24. 許祐瑞 (2000), 「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所碩士論文。
25. 許光華、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結果」, 管理學報, 第22卷, 第1期, 頁85-107。
26. 張幸惠 (2012), 「心理因素、處置效應與投資績效關係之探討」, 中華管理評論國際學報, 第15卷, 第2期。
27. 張詩涵 (2012), 「資訊揭露評鑑對股票流動性的影響」, 清雲科技大學財務金融

系碩士論文。

28. 曾炳霖(2002),「內外機制並行 提昇管理效能 淺論公司治理—以安隆案為中心」,會計研究月刊,第205期,頁65-83。
29. 曾瑞弘(2003),「台灣股市投資人處分效果之研究」,靜宜大學會計學系碩士論文。
30. 黃世新(2017),「公司治理評鑑與企業績效關聯性之探討」,東吳大學會計系碩士在職專班碩士論文。
31. 黃正銜(2017),「公司治理評鑑結果與經營績效之關聯性研究」,國立中央大學會計研究所企業資源規劃會計碩士在職專班碩士論文。
32. 楊鈞凱(2018),「投資人行為與學習效果之研究:以處分效果與過度自信為例」,國立臺灣師範大學管理所碩士論文。
33. 鄭美婷(2011),「處分效果與報酬率、週轉率之關連性研究」,國立屏東科技大學財務金融所碩士論文。
34. 廖益興、陳彥綺、王貞靜(2011),「年報資訊揭露與資訊不對稱:來自私有資訊交易之證據」,經濟研究,第47期,第1卷,頁45-96。
35. 劉海清、傅英芬(2000),「處分效果、紀律投資與股價趨勢」,東吳經濟商學學報,第69期,頁83-118。
36. 謝文榮(2012),「國內股市處分效果在金融海嘯前後之比較研究」,國立宜蘭大學應用經濟所碩士論文。
37. 謝欣蕙、鄭伊婷(2016),「公司治理評鑑介紹及推動成效」,證券暨期貨月刊,第34卷,第6期,頁5-17。
38. 謝欣蕙(2018),「公司治理評鑑趨勢與變革」,證券暨期貨月刊,第36卷,第9期,頁18-27。

英文文獻

1. Barber, B. M., Lee, Y. T., Liu, Y. J., and Odean, T. (2007). Is the aggregate investor reluctant to losses? Evidence from Taiwan. *European Financial Management*, 13(3), 423-447.
2. Barber, B. M., and Odean, T. (2000). Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors. *The Journal of Finance*, 55(2), 773-

806.

3. Bloomfield, R. J., and Wilks, T. J. (2000). Disclosure effects in the laboratory: Liquidity, depth, and the cost of capital. *The Accounting Review*, 75(1), 13-41.
4. Byard, D., and Shaw, K.W. (2002). Corporate disclosure quality and properties of analyst's information environment. working paper, SSRN.
5. Chui, P. M. W. (2001). An experimental study of the disposition effect: evidence from Macau. *The Journal of Psychology and Financial Markets*, 2(4), 216-222.
6. Diamond, D. W., and Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 46(4), 1325-1360.
7. Ferris, S. P., Haugen, R. A., and Makhija, A. K. (1988). Predicting contemporary volume with historic volume at differential price levels: evidence supporting the disposition. *The Journal of Finance*, 43(3), 677-697.
8. Frino, A., Lepone, G., and Wright, D. (2015). Investor characteristics and the disposition effect. *Pacific-Basin Finance Journal*, 31, 1-12.
9. Grossman, S. (1976). On the efficiency of competitive stock markets where traders have diverse information. *The Journal of Finance*, 31(2), 573-585.
10. Healy, P. M., Hutton, A. P. and Palepu, K.G. (1999). Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. *Contemporary Accounting Research*, 16(3), 485-520.
11. Healy, P. M., and Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital market: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 405-440.
12. Kahneman, D. and Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47 (2), 263-291.
13. Kahneman, D., and Tversky, A. (1981). The framing of decisions and the psychology of choice. *Science*, 211(4481), 453-458.
14. Odean, T. (1998). Are investors reluctant to realize their losses? *The Journal of Finance*, 53(5), 1775-1798.
15. Shefrin, H., and Statman, M. (1985). The disposition to sell winners too early and ride losers too long : theory and evidence. *The Journal of Finance*, 40(3), 777- 790.
16. Shua, P. G., Yeh, Y. H., Chiu, S.B., and Chen, H.C. (2005). Are Taiwanese individual investors reluctant to realize their losses. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(2), 201-223.

17. Thaler, R. (1985). Mental accounting and consumer choice. *Marketing Science*, 4(3), 199-214.
18. Weber, M., and Camerer, C. F. (1998). The disposition effect in securities trading: an experimental analysis. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 33(2), 167-184.
19. Welker, M. (1995). Disclosure policy, information asymmetry and liquidity in equity markets. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 801-827.

表 4-1 變數定義

變數名稱	變數計算																						
	三大機構法人	散戶投資人																					
成交量	外資買進賣出股數+ 投信買進賣出股數+ 自營商買進賣出股數	市場總成交量*2- 三大機構法人合計成交量																					
報酬率(%)	$\text{報酬率}(\%) = \frac{\text{第 } t \text{ 期收盤指數} - \text{第 } t - 1 \text{ 期收盤指數}}{\text{第 } t - 1 \text{ 期收盤指數}} * 100$																						
買賣價差(%) (bid-ask spread)	$\text{買賣價差百分比} = \frac{(\text{ASK} - \text{BID})}{\frac{(\text{ASK} + \text{BID})}{2}} * 100$ <p>設虛擬變數，買賣價差小於 0.2 者，設為 1； 買賣價差大於(含)0.2 者，設為 0。</p>																						
公司治理評鑑 1~4 屆 (2014-2017)	<table border="1"> <thead> <tr> <th>評鑑結果</th> <th>等級</th> <th>虛擬變數</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>A+</td> <td>前 5%</td> <td>資訊揭露佳=1</td> </tr> <tr> <td>A</td> <td>6%~20%</td> <td></td> </tr> <tr> <td>B</td> <td>21%~35%</td> <td></td> </tr> <tr> <td>C</td> <td>36%~50%</td> <td>資訊揭露不佳=0</td> </tr> <tr> <td>C-</td> <td>51%~65%</td> <td></td> </tr> <tr> <td>D-</td> <td>81%~100%</td> <td></td> </tr> </tbody> </table>		評鑑結果	等級	虛擬變數	A+	前 5%	資訊揭露佳=1	A	6%~20%		B	21%~35%		C	36%~50%	資訊揭露不佳=0	C-	51%~65%		D-	81%~100%	
評鑑結果	等級	虛擬變數																					
A+	前 5%	資訊揭露佳=1																					
A	6%~20%																						
B	21%~35%																						
C	36%~50%	資訊揭露不佳=0																					
C-	51%~65%																						
D-	81%~100%																						
處分係數計算	$\alpha = \frac{\Sigma S_+ - \Sigma S_-}{\Sigma S_+ + \Sigma S_-}$																						

資料來源:本研究整理

表 4-2 全體樣本變數之敘述統計量

變數		N	平均數	標準差	最小值	最大值	
不同 投資人	三大機構法人	979	0.135	0.508	-1.000	1.000	
	散戶投資人	979	0.144	0.540	-1.000	1.000	
公司治理 揭露程度	佳	三大機構法人	979	0.143	0.545	-1.000	1.000
		散戶投資人	979	0.156	0.581	-1.000	1.000
	不佳	三大機構法人	979	0.124	0.535	-1.000	1.000
		散戶投資人	979	0.128	0.576	-1.000	1.000
買賣價差	小	三大機構法人	979	0.103	0.527	-1.000	1.000
		散戶投資人	979	0.115	0.559	-1.000	1.000
	大	三大機構法人	979	0.154	0.553	-1.000	1.000
		散戶投資人	979	0.155	0.591	-1.000	1.000

註:1.處分係數(α_2)計算方式為 $(\Sigma S+ - \Sigma S-)/(\Sigma S+ + \Sigma S-)$ 。

資料來源:本研究整理

表 4-3 常態性檢定

樣本資料	研究對象	K-S 檢定之P值
台灣上市公司股票處分係數	三大機構法人	0.056
	散戶投資人	0.073
公司治理揭露程度佳	三大機構法人	0.078
	散戶投資人	0.080
公司治理揭露程度不佳	三大機構法人	0.054
	散戶投資人	0.085
買賣價差小	三大機構法人	0.050
	散戶投資人	0.066
買賣價差大	三大機構法人	0.067
	散戶投資人	0.081

資料來源:本研究整理

表 4-4 整體樣本之統計量-依投資人、公司治理揭露程度及買賣價差劃分

	變數	符號	觀察個數	處分係數(α_1)
全部樣本	三大機構法人	S+	608	0.1247
		S-	371	
	散戶投資人	S+	597	0.1570
		S-	382	
公司治理揭露程度 佳	三大機構法人	S+	598	0.1229
		S-	381	
	散戶投資人	S+	588	0.1525
		S-	391	
公司治理揭露程度 不佳	三大機構法人	S+	594	0.1263
		S-	385	
	散戶投資人	S+	593	0.1624
		S-	386	
買賣價差小	三大機構法人	S+	574	0.0883
		S-	405	
	散戶投資人	S+	577	0.1277
		S-	402	
買賣價差大	三大機構法人	S+	601	0.1450
		S-	378	
	散戶投資人	S+	588	0.1709
		S-	391	

註:1.處分係數(α_1)計算方式為 $(\Sigma S+ - \Sigma S-)/(\Sigma S+ + \Sigma S-)$ 。樣本觀察值為 979 筆。

資料來源:本研究整理

表 4-5 不同投資人股票之處分係數之檢定

A 欄:不同投資人股票之處分係數之檢定					
變數	個數	平均數	標準差	T 檢定	無母數檢定
三大機構法人	979	0.1354	0.5080	8.336*** (0.000)	8.136*** (0.000)
散戶投資人	979	0.1443	0.5405	8.356*** (0.000)	8.089*** (0.000)
B 欄:差異性檢定					
三大機構法人- 散戶投資人	979	-0.0090	0.1585	-1.773* (0.077)	-2.410*** (0.016)

註: 1.括弧()內數值為 p-value。
 2.*表示在 0.1 的顯著水準下；**在 0.05 的顯著水準下；***在 0.01 的顯著水準下。
 3.處分係數(α_2)計算方式為 $(\Sigma S+ - \Sigma S-)/(\Sigma S+ + \Sigma S-)$ 。
 4.A、B 欄無母數檢定係指 Wilcoxon sign-rank test 檢定統計量。
 5.樣本觀察值為 979 筆。

表 4-6 不同公司治理之處分效果檢定

A 欄:不同公司治理之處分效果檢定						
	變數	個數	平均數	標準差	T 檢定	無母數檢定
公司治理 揭露佳	三大機構法人	979	0.1432	0.5454	8.212*** (0.000)	7.997*** (0.000)
	散戶投資人	979	0.1555	0.5812	8.373*** (0.000)	8.109*** (0.000)
公司治理 揭露不佳	三大機構法人	979	0.1240	0.5354	7.246*** (0.000)	7.126*** (0.000)
	散戶投資人	979	0.1278	0.5757	6.944*** (0.000)	6.766*** (0.000)
B 欄:差異性檢定						
公司治理 揭露佳- 公司治理 揭露不佳	三大機構法人	979	0.0192	0.3754	1.598 (0.110)	-1.403 (0.161)
公司治理 揭露佳- 公司治理 揭露不佳	散戶投資人	979	0.0277	0.4299	2.019*** (0.044)	-1.673* (0.094)

註: 1.括弧()內數值為 p-value。
 2.*表示在 0.1 的顯著水準下；**在 0.05 的顯著水準下；***在 0.01 的顯著水準下。
 3.處分係數(α_2)計算方式為 $(\Sigma S^+ - \Sigma S^-) / (\Sigma S^{++} + \Sigma S^-)$ 。
 4.A、B 欄無母數檢定係指 Wilcoxon sign-rank test 檢定統計量。
 5.表中變數定義: 公司治理揭露為證交所所建置之公司治理評鑑, 以虛擬變數方式衡量, 將第一屆至第四屆(2014 年至 2017 年)公司治理評鑑結果, 排名在前百分之五(A+)的公司, 列為資訊揭露透明度較佳的公司, 設虛擬變數為 1; 將四屆公司治理評鑑結果不在排名前百分之五的公司, 列為資訊揭露透明度較差的公司, 設虛擬變數為 0。樣本觀察值為 979 筆。

表 4-7 不同買賣價差之處分效果檢定

A 欄:不同買賣價差之處分效果檢定						
	變數	個數	平均數	標準差	T 檢定	無母數檢定
買賣價差小	三大機構法人	979	0.1026	0.5270	6.091*** (0.000)	5.990*** (0.000)
	散戶投資人	979	0.1149	0.5590	6.432*** (0.000)	6.320*** (0.000)
買賣價差大	三大機構法人	979	0.1538	0.5533	8.696*** (0.000)	8.403*** (0.000)
	散戶投資人	979	0.1548	0.5913	8.191*** (0.000)	7.929*** (0.000)
B 欄:差異性檢定						
買賣價差小- 買賣價差大	三大機構法人	979	-0.0512	0.4138	-3.872*** (0.000)	-3.790*** (0.000)
買賣價差小- 買賣價差大	散戶投資人	979	-0.0399	0.4859	-2.569*** (0.010)	-2.385*** (0.017)

註:1. 括弧()內數值為 p-value。
 2. *表示在 0.1 的顯著水準下; **在 0.05 的顯著水準下; ***在 0.01 的顯著水準下。
 3. 處分係數(α_2)計算方式為 $(\Sigma S^+ - \Sigma S^-) / (\Sigma S^{++} + \Sigma S^-)$ 。
 4. A、B 欄中無母數檢定係指 Wilcoxon sign-rank test 檢定統計量。
 5. 表中變數定義: 買賣價差以虛擬變數方式衡量, 買賣價差小於 0.2 者, 設虛擬變數為 1, 買賣價差大於(含)0.2 者, 設虛擬變數為 0。其中, 買價和賣價取自 TEJ 資料庫中最後揭示買價(bid)與最後揭示賣價(ask)來衡量, 公式為 $(ASK - BID) / ((ASK + BID) / 2)$ 。樣本觀察值為 979 筆。