

行政院國家科學委員會專題研究計畫 成果報告

台灣投資人之人格特質與行為之研究 研究成果報告(精簡版)

計畫類別：個別型
計畫編號：NSC 95-2416-H-002-039-
執行期間：95年08月01日至96年07月31日
執行單位：國立臺灣大學財務金融學系暨研究所

計畫主持人：陳明賢

計畫參與人員：博士班研究生-兼任助理：曾秀芬
碩士班研究生-兼任助理：呂佩蓉

處理方式：本計畫可公開查詢

中華民國 96年10月17日

摘要

「期望效用理論」主宰經濟學界數十年，但隨著違反傳統效用理論的現象陸續發生，效率市場假說無法解釋市場上的異常現象，促使財務經濟學家開始從心理學觀點對投資行為展開探討，而「展望理論」便是對效用理論的所做的修正。行為財務學領域之所以引發眾多學者投入研究的主要原因在於：沒有一個準則能完全預測或衡量人類行為，因此為金融市場注入了更多的變數，這亦是促成本研究之主要動機。本研究建構在行為財務學的理論之下，試圖以個人特質為主要投入變數探討台灣衍生性金融商品市場上，散戶投資人的個人特質對其投資決策之影響。希望藉由研究結果描繪出投資者的本質有跡可循之活動方式，並對不同特質之投資人提出建議。本研究為行為財務學之實證研究，運用數量方法對投資行為進行探討，困難度在於本文必須以量化方式來歸納並解釋投資人的特質與行為模式，然而人類心理和行為的複雜情況無法完全被預測與衡量，也使得量表的選用與設計更加困難，但此即為本研究最大之貢獻，亦是後續研究可以發展之方向。

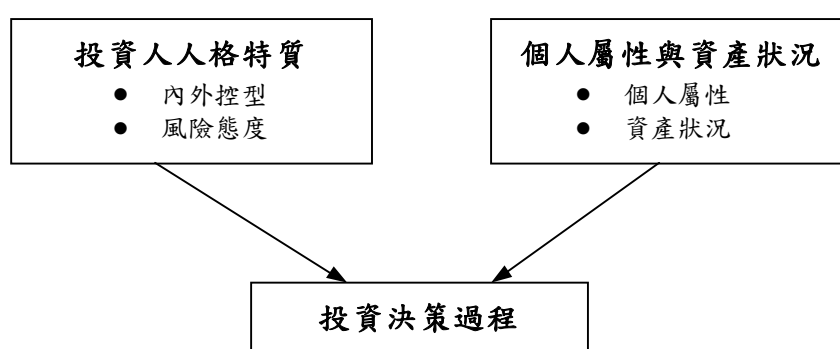
一、計畫緣由與目的

傳統財務學理論奠基在效率市場理論上，認為人是理性的，因此股價會反應所有的相關資訊，即使股價偏離基本價值，也是因為資訊的不對稱或資訊的解讀差異所致。但隨著時間的經過，投資人對資訊的取得越來越完全（公開訊息），加上投資人也會藉由學習而正確的解讀相關資訊，因此股價必定會回歸基本價值。但從1980年代以後20年間，越來越多實證結果並不支持效率市場假說，傳統財務學者將其統稱為市場的異常現象(anomalies)。這些異常現象導致學者開始對效率市場假說提出質疑，最主要的爭論點就是他們認為投資者很難達到完全理性，投資人是根據雜訊(noise)而非資訊(information)進行交易的。一些學者則試圖導入其他領域的觀點來解釋市場異常現象，尤其是Kahneman & Tversky 提出展望理論(Prospect Theory)後，引起財務學界開始關注於投資人心裡決策的過程。展望理論是以人格特質(Personality Characteristics)為基礎，來解釋市場的異常現象；他們指出，傳統預期效用理論無法完全解釋個人在不確定情況下的決策行為。也就是說，當人類面臨風險性決策時，會受到心理因素和外資的干擾，導致無法客觀地調整信念，所以對於資訊的判斷常採取代表性原則，造成過度反應的現象，因此無法維持理性行為。

行為財務學是從投資者的心理決策過程進行探究，認為投資者並非是完全理性的，在投資的過程中，可能存在著心理上的偏誤或決策判斷的偏差。而不同類型的投資人，因其個人條件不同，面臨決策時所考量的因素也不同，致使投資決策具有差異性。基於上述現象與理由，本計劃嘗試對散戶投資人的個人特質對其

投資決策之影響進行了解，找出散戶投資人的個人特質對其投資決策評估過程的影響。本計畫探討是否一個人的人格特質，對其投資時心理狀況的影響？現階段文獻，均已證明投資行為偏差普遍存在，但不同個人在投資行為偏差上，是否有差異表現？若有差異表現，則是否和人格特質有關？等相關問題尚無定見。因此本計畫將以問卷調查及測試，同時確定受測者之人格特質傾向，以及其在投資行為之程度進行分析研究，試圖找出投資人的人格特質與投資時心理決策過程關聯性。本計畫試圖找出下列關係，並以圖一表示：

1. 投資人的人格特質與投資時心理決策過程因素間關係
2. 投資人個人屬性與資產狀況與投資時心理決策過程因素間關係



二、結果與討論

「人格」(Personality)一辭源自於拉丁語Persona，而根據Allport (1937)之定義，所謂「人格」一詞可意指為「個人心理與生理體系之動態組織，以對環境做適度的調適」，Robbins (1992)則將人格說是「個人對他人反應或和他人互動方式的總和」。人格特質可以相當程度的解釋個人行為發生的原因，因為一個人的價值觀、喜好往往反映在其個性的特質上，而一個人的特質也往往影響其行為模式。個人的行為常會反映出個人獨特的人格特徵，如害羞、順從、忠誠及膽怯等，這些特徵若持續出現在許多不同的情境中，則稱為「人格特質」(personality trait)。由於人格特質文獻涵蓋的範圍十分廣泛，為了簡化研究的方向，並避免受測者因回答太多問題造成對本研究的倦怠感，導致結果的偏誤。因此本研究選擇在投資行為的文獻中，受到較多探討的內外控人格(internal-external locus of control)及風險態度(risk attitude)兩項人格特質為範圍。內外控人格是Rotter (1966)由社會學習論(Social learning theory)所導引出來的理論，在人格心理學(Personality Psychology)界早已引起廣泛討論。依據Rotter(1966)的看法認為內外控傾向，是指個人對自己生活環境的控制認知，若是個人自認為自己可以主宰自己的命運，對於有關自己的事皆歸因於自己的責任，則將其界定為內控者(Internal Control)，反之，若認為自己的命運並非自己能掌握，而將其歸為外在環境因素，由運氣所決定，對於自己有關的事認為無須負責或不需負太多的責任，則歸為外控者

(External Control)。而Brissert & Nowicki (1973) 則認為內控傾向者較外控傾向者為積極主動、自主性較強，能自行解決問題；而且內控傾向者除上述幾項特性外，其自尊心也較高、也較有自信和果斷 (Rychman & Sherman, 1973)。內、外控的觀念引起廣泛的研究，而Levenson (1974) 注意到了可能影響結果的二項控制源：內控變數與外控變數，同時他也提出了IPC 量表以供衡量。

藉由上述理論的回顧，可以了解到投資者的人格特質不僅會影響其內在思想，也確實會對其外顯的資訊收受態度和投資行為造成影響。Maital、Filer & Simon (1986)曾以大學生為樣本，以模擬股市之方式探討個人的內、外控人格、風險趨避程度，及人口統計變數對股票報酬的影響，且實證發現三者皆達顯著水準。礙於時間與資源限制，因此，本研究將以內控、外控傾向，以及風險承擔二種特質，作為人格特質的投入變數。

依據研究之假設模型，將個人特質、投資決策過程等構面所有變數之操作性定義做加以說明。分述如下：

(一) 個人特質：

投資者的個人特質不僅會影響其內在思想，也確實會對其外顯的資訊收受態度和投資行為造成影響，因此在人格特質構面，將選取人格特質之內、外控，風險承擔等因素應用於本研究模型之中。

1. 內、外控人格特質

引用Levenson (1972)的「內控、權勢他人及機運量表(internal, powerful other and chance scale；簡稱IPC量表)來衡量。Levenson主要是針對Rotter (1966)的內外控量表(IE Scale)並非單一向度(unidimensional)的弊病，而改編出具有三個因素的IPC量表用以衡量投資者對於事件成就與否的看法，在本研究中主要是藉以了解投資者的主動投入程度，以及其是否能在行動之前做好前置準備。全量表共有24道題目，其中描述內控向度有8個項目，稱為「I類項目」，例如：

- 我能交到多少朋友要看我為人的好壞
- 我的一生因我自己的行為而決定

其餘16道題目有可細分為兩類，其中一類是指個人被有權勢他人(powerful others)所控制的程度，稱為「P類項目」，也是8題，如：

- 我的一生主要是被有權勢的人所控制
- 我必須取悅我的上司才能達到我的目的

另一類則描述個人被機運(chance)所控制的程度，稱為「C類項目」，也有8題，如：

- 我是否會出車禍主要是在於我運氣好壞
- 我有多少朋友，主要是看我的運氣了

計分方式是以六點量表形式，由「極端贊成」至「極端反對」分別給予六分至一分。受測者在「I類項目」8道題目累加的總分愈高，表示其內控程度愈高；同理在「P類項目」及「C類項目」總分愈高，則表示他相信自己行為授權勢他人或機運控制的傾向愈高。而P及C的總合則為此人的外控程度。

2. 風險承擔性格：

將Farley (2000)設計的冒險量表，用以測驗投資者對風險的承擔程度，測量結果分為三類：具風險偏好傾向、風險接受傾向、風險規避傾向。參考Farley(2000)所設計的冒險量表進行衡量，將投資人區分為風險偏好者、風險接受者、風險規避者三類。計分方式以李克特(Likert scale)五點量表進行計分，衡量指標(問卷題目)分為「非常不同意」到「非常同意」五個程度別，分別給予1~5分，共計18題。

(二) 投資心理決策過程：

決策者在面對同一問題時，可能因不同時點、不同環境、不同年齡等種種因素而使得決策過程具有相當差異性，原因在於不同的決策因素可能會影響決策者的偏好以及面對風險的態度。然而，一般投資者皆容易產生輕信投資資訊的問題，例如容易聽信小道消息即屬之。產生此種情況的原因可能是因為投資者為了節省成本，或者是投資者分析能力不足所致；因此當有了此種資訊時既可節省處理成本及省去分析的問題，所以很容易地採信此類資訊。由於人類的能力是有限制的，例如記憶力、智慧、決策判斷等等限制，而這些限制是因人而異的，因此有不同的限制就有不同的決策過程。Daniel et al.(2000)認為投資者利用經驗法則進行決策，此種決策過程稱為經驗簡化法則(heuristic simplification)。此外人們通常存有過度自信或相信本身智慧比實況還精準的傾向；例如當人們在預測某事件發生的機率時，若他們相信會發生時，則預測的機率值會高估，反之若他們相信不會發生時，則預期的機率值會低估，這種決策過程即稱之為自我欺騙(Self-deception)。人們有時會缺乏自我控制能力，所以在抉擇的過程中常常會因為本身的情緒是愉快、哀傷等種種因素而影響了決策結果，此種決策過程即稱為情緒基礎判斷(emotion-based judgment)。Hirshleifer(2001)認為有許多判斷偏誤可歸類為經驗簡化法則、自我欺騙、情緒基礎判斷等三種情況，經驗簡化法則可解釋特點效果(salience)、有效性(availability effects)、框架效應(framing effects)、貨幣幻覺(money illusion)以及心理帳戶(mental accounting)。自我欺騙(self-deception)則可解釋過度自信(overconfidence)、動態過程(dynamic processes)、確定偏誤(confirmatory bias)、事後認知偏誤(hindsight bias)、合理化(rationalization)、認知的不一致(dissonance theory)。情緒基礎判斷則可解釋情緒效應(mood effect)、確定屬性偏誤(certain kinds of attribution errors)、自我控制(self-control)。本計畫依據上述文獻並參考花旗銀行設計之相關問卷，改編成適合本計畫測試者適合之相問題，期望能依此檢測出在投資決策過程中可能出現的

問題，如過度自信或是情緒效應等。

(三) 研究方式

本研究之問卷發放採便利抽樣方式，舉凡具備股票、基金、期貨，或其他衍生性金融商品投資經驗之散戶投資人，皆屬本文之研究對象，預計發放之問卷份數為500份。本研究實驗進行時，將由計畫主持人主持調查，說明調查程序及內容，問卷品質相對較高。

本研究之研究工具為問卷，由於填答者的填寫結果為外生變數，可能受其主觀因素影響而有偏差，非本研究可控制因素，因此必須假設填表人填寫之內容均屬實。其次，由於人口統計變數並無官方統計結果，因此只能運用便利抽樣方式進行調查，以求資料的有效性。

(四) 研究討論

利用問卷調查的方式在行為財務學中並不多見，也因此缺乏相關文獻協助下，本計畫尚在摸索進行中，研究討論也是依據研究過程中產生的初步資料及回饋而來。所謂內外控乃是個體對事件結果的知覺區分為兩類，一種認為事件的結果是個人所能控制和了解的，一種則認為事件的結果是個人所不能控制和了解的。本研究發現由於個人早年經驗和當前環境的綜合效果，同一事件對不同的人產生的效果可能迥然不同。當一個人認為他可以控制自己的命運時，且認為事件的發生，是由於自己行為的後果，是個人的能力和屬性造成，可由自己加以控制或預測時，此人就是傾向於內控傾向的人格特質者。若當一人認為他的生活是操控在一些外部的力量，且認為事情的發生不是由於他本人行為的後果，而是由於運氣、機會、命運、他人權威所造成並決定，或此人認為週遭的環境太過複雜，致使他無法預測事件的後果，則抱持此種看法者即稱作外控傾向者。從投資的角度來看外控人格傾向者對投資決策之影響較大。外控特質者認為事件的成功與否，不完全取決於其自身的能力，外在影響力往往可能才是成敗關鍵。也因此當外在特質者面臨投資決策時，其投資意圖與投資信心會受其人格特質之影響。就風險承擔態度方面來探討，多數投資者傾向於風險規避，亦即當投資人保有既得利益的情況下，才會考慮進行其它投資。換言之，投資人會先確保其生活所需無虞之情況下，方會考慮投資活動，而不會考慮以借貸方式進行獲利行為。

大多數的投資人是屬於外控特質傾向者，而該外控者認為外在影響力往往是事件成敗的關鍵，導致其在面臨風險時，態度是傾向於風險規避。內外控傾向與投資績效之間具有顯著的關係，具有內控傾向的投資人相對於外控傾向的投資人有較高的投資報酬率。冒險傾向與投資績效間呈現顯著相關，高冒險傾向的投資人相對於中低冒險傾向的投資人有較高的投資報酬率。人格特質會影響其投資報酬率的高低。

對於外控特質傾向之投資人，其認為外在權力往往影響投資成敗。外控特質

傾向者若憑藉市場耳語消息、過去投資經驗或直覺等，而對自己判斷不確定事件之能力過度自信，則很可能影響其投資績效。因此建議投資人在進行投資時，宜儘量避免陷入投資直覺的陷阱。而業者在推薦投資商品時，可增加總體經濟環境的評估、強調產業走勢、法人投資動向等，多面向分析投資商品的訊息，進而使未知的風險降至最低，以增強投資者的信心與投資意願。對於內控特質傾向之投資人，宜給予中肯之建議與分析，因為內控傾向者認為凡事操之在我，若投資人深信自己所認知的趨勢，但現實中或趨勢不見得存在，即有可能造成過度反應的現象，加上台灣的投資環境屬於半強式效率市場，尚有許多非系統風險會影響投資績效，因此建議投資人，宜以更準確或具有分析性的思考來進行判斷，以降低偏差（bias）行為。給予業者的建議則是：業者應協助投資人了解投資風險，與如何趨避風險，方可使金融商品業者與投資人達到雙贏。經由上述論述，本研究給予投資人之建議為投資人在投資時應注意資訊的收集，資訊不足往往易造成過度自信的現象，因此投資人應儘量避免高估心中已確認的資訊價值，及低估心中不認同的反向資訊，以免產生偏差行為。而業者則應了解投資人心態，適時給予建議，並掌握產業及市場脈動將有助於延攬投資人。

依行為財務學之研究，投資人在面對獲利時會選擇風險規避，而在面對損失時會有風險偏好的傾向，因此推測此為「風險偏好」特質者與「投資決策」呈現負相關的原因。本研究初步實證結果顯示，多數投資人在面臨風險時，會採取風險規避的態度，也就是在不影響其既有利益的情況，才考慮如何獲利。換言之，投資人會先確保其生活所需無虞之情況下，方會考慮投資行為，而不會考慮以借貸方式求利。有鑑於此，投資人在投資前，應清楚了解自己所欲追求的利潤和能承受之損失，因此建議於投資前先設立停損點。

過度自信使人高估知識、低估風險、誇大控制事件的自我能力，而內控的人往往容易出現過度自信的現象，進而影響到自己的投資行為。對於過度自信方面，國內研究大都表示台灣股市投資人可能有過度自信的傾向。從投資風險較高的商品（如期貨）男性投資比例高於女性，而投資風險較低的商品（如基金）女性投資比例高於男性，可推論就性別而言男性所願承擔的投資風險會比女性來得高，換言之男性投資者相較於女性投資者多為內控傾向的人格特質。從人口統計變數來看，投資者對於投資商品的選擇，會受投資年齡之影響。且隨著年齡層的增加，以股票為主要投資標的者有明顯增加的趨勢且投資工具趨於集中為股票與基金，而由46歲以上的族群選擇投資期貨為投資商品比例驟減來看，似乎此年齡以上者所願承擔的投資風險已經相對偏低。

三、計畫成果自評

本研究為行為財務學之實證研究，運用數量方法對投資行為進行探討，困難度在於本文必須以量化方式來歸納並解釋投資人的特質與行為模式，然而人類心理和行為的複雜情況無法完全被預測與衡量，也使得量表的選用與設計更加困

難，但此即為本研究最大之貢獻，亦是後續研究可以發展之方向。

就管理意涵而言，投資者的人格特質與風險態度之研究價值，主要在於其能描繪出投資者的本質及活動方式。投資機構可以藉此來區隔出不同特性的投資者，劃分成不同的目標市場，進而設計出不同之投資商品組合與不同的行銷策略；而對於散戶投資人而言，亦可對個人特質有所認知，進而選擇適切的投資管道及個人化的投資規劃。

四、參考文獻

1. Allport, G. W. 1937. "Personality: A Psychological Interpretation". New York, Holt, Rinehart & Winson.
2. Brissert, M. and Nowicki, S. 1973. "Internal versus external of reinforcement and reaction to intrustration". *Journal of Abnormal and Social Psychology*, 25, pp.35-59.
3. Daniel, Kent, and Sheridan Titman, 2000. "Marker efficiency in an irrational world," *Financial Analysts' Journal* 55, 28-40.
4. Farley, D.E. 2000. "Achieving a balance between risk and return." *Healthcare Financial Management*, 54(6), pp.54-58.
5. Hirshleifer, David ,2001. "Investor psychology and asset pricing," *Journal of Finance* Forthcoming.
6. Kahneman, D. and A. Tversky, 1979. "Prospect Theory: an Analysis of Decision under Risk", *Econometrica*, Vol.47, 263-291.
7. Levenson, H. 1974. "Activism and powerfu. Others: Disionction within the concept of internal-external control." *Journal of Personality and Social Psychology*, 38, p.337-383.
8. Maital, S., Filer R. and Simon, J. 1986. "What Do People Bring to the Stock Market (Beside Money) ? The Economic Psychology of Stock Market Behavior." In B. Gilad and S. Kaish ed., *Handbook of Behavioral Economics Behavioral Macroeconomics*, Vol. B Greenwich, Connecticut, JAI Press Inc., pp.273-307.
9. Robbins, S. P. 1992. "Organization Behavior". NJ : Prentice Hill.
10. Rotter, J. B. 1966. "Generalized Expectancies for Internal versus External Control of Reinforcement." *Psychological Monographs*, Vol.81, pp.1-27.
11. Rychman, R. M. and Sherman, M.F. 1973. "Relationship between self-esteem and internal-external control for man and woman." *Psychology Reports*, 32, pp.1106.