

2010 TOPCO 崇越論文大賞

論文題目：

處分效果和強化承諾對基金績效及流量
之影響

報名編號： B0036

摘要

過去文獻發現台灣基金經理人存在出盈保虧的「處分效果」及對帳面有虧損的股票持續加碼的「強化承諾」行為，然而卻未衡量其長期績效及長短期流量情形，並且在衡量績效時未考量系統風險。本文之研究目的即為探討基金經理人之此兩種投資行為對長短期異常績效及流量的影響。

本研究證實我國約 40% 的基金經理人存在處分效果與強化承諾的行為，而其效果對績效及流量之衝擊如下。一、處分效果對基金流量負面影響僅存在於短期，長期則無影響；相反地強化承諾對基金流量的負面影響僅存在於長期，短期則無影響。二、強化承諾對異常報酬之負面影響僅侷限於短期，而長期有正向效果；處分效果則無論持有期之長短，對異常報酬皆為正向影響。本文之實證結果隱含基金經理人從事賣出贏家股、甚至加碼輸家股的反向操作策略，反而可以得到更高的投資績效。

關鍵字：處分效果、強化承諾、基金績效、基金流量

壹、緒論

Shefrin and Statman 於 1985 年發表的論文正式將展望理論應用在分析投資行為。如果投資人在利得區間為風險厭惡，在損失區間為損失厭惡，則投資人在處置手中持股時，便可能偏好實現利得、續抱損失。此種「了結獲利、續抱損失」的情況，Shefrin and Statman 命名為處分效果(Disposition Effect)。股票投資人具有處分效果的行為，可能是因情緒或知識限制所造成(Shefrin and Statman, 1985；Odean, 1998)。

國外文獻對處分效果的存在與否有不同的實證發現。Jin and Scherbina(2005)以美國共同基金進行實證研究，發現基金經理人存在處分效果，然而 Cici (2005)以基金經理人為研究對象，發現其不具處分效果的投資行為。Singal, Tech and Xu (2009)以美國股票型基金為研究對象，也發現共同基金經理人大多數不具有處分傾向，僅約有 30% 的基金經理人明顯存在處分效果，並證實處分效果會損害基金績效。此現象和 Wermers(2003)指出某些基金績效不佳是因經理人具處分效果所致的發現一致。

反觀國內情形，一般學者專家驗證出處分效果廣泛存在於國內投資人。在既有的國內相關文獻方面，黃少宣(2006)以台灣共同基金經理人為研究對象，發現處分效果對基金績效無顯著負面影響。劉靜樺(2006)以購買首次公開發行公司之股票投資人為研究對象，發現處分效果越高，其股票報酬率越高。但周賓鳳、池祥萱、林煜恩(2009)指出台灣共同基金經理人具有處分效果且該行為對基金績效有負向

影響。因此，對比於處分效果有損投資績效之國外發現，我國之實證結果仍混沌不明。由於國內研究處分效果對基金績效之影響皆為短期績效之探討，再者Odean(1998)發現處分效果對短期股票績效有負面影響而其對長期股票績效卻轉為正面影響，故證實股市投資人若具有處分效果之投資行為，將對於長期投資績效有反轉現象。因此，本文之第一個研究動機即為以國內股票型基金市場為研究樣本，同時探討處分效果對長短期基金績效之影響。

上述研究除了周賓鳳等(2009)同時考量投資人的買進決策外，其他的研究均著重探討投資人的賣出決策。該文指出，若基金經理人認為目前持有的輸家股係因價格偏離基本價值，未來價格將會反轉，則他們所採取的策略可能不只是繼續持有輸家股，而會進一步持續買進輸家股。因此可推論，基金經理人繼續持有或持續買進輸家股有可能是出自於理性，但相反地亦可能是非理性。因此他們認為除了處分效果外，基金經理人也可能存在「強化承諾(Escalation of Commitment)」的行為因素，此一行為係指人們對於已造成損失的專案不放棄反而持續投入資源。藉此，該文衡量強化承諾對短期基金績效之影響，就我們所知，目前僅有周賓鳳等(2009)將強化承諾概念運用於基金經理人的投資行為，但其並未進一步檢測長短期異常報酬。該研究隱含假設買入與賣出投資標的所面對的風險一致，但事實上兩者的風險屬性可能不同，而影響零成本投資組合的結果。此外，Singal, Tech and Xu (2009)在衡量處分效果對基金績效的影響時，雖有考量到異常報酬，但持有期僅為一年。因此，本文的第二個研究動機即為彌補此缺憾，探討處分效果及強化承諾對長短期異常報酬之影響。

另一方面，為考量具處分效果、強化承諾之基金在市場上是否被投資人所接受，以改善過去文獻只偏重績效的探討，因此，本研究進一步針對處分效果、強化承諾對長短期基金流量之影響作探討。就我們所知，目前國內並無探討處分效果對基金流量之影響的相關研究，而針對強化承諾對基金流量之文獻更是付之闕如。

綜上所述，本文研究目的如下：第一，同時考量基金績效與流量二個面向，探討台灣基金市場中，處分效果、強化承諾之行為是否出自理性或心理偏誤；第二，考量長短期基金績效及流量反轉之因素，衡量此兩種行為在長短期之績效與流量的情形，以彌補先前文獻之不足；第三、考量買賣投資組合可能面對之不同的系統風險，而以異常報酬作為績效之衡量指標。

貳、文獻回顧

處分效果在國內、外已有許多實證研究，然而結果卻有所分歧。而目前尚未

有學術研究探討強化承諾對基金流量之影響，故此部份並無文獻可探討。因此以下相關文獻分為下列三部分探討：(1)處分效果之驗證及與基金績效之關係；(2)處分效果與基金流量之關係；(3)強化承諾之驗證及與基金績效之關係。

一、處分效果之驗證與基金績效之關係

Shefrin and Statman(1985)檢測美國股票市場之投資人是否具處分效果。結果顯示，實現利得與實現損失的比例為 6：4；亦即，投資人實現獲利比例較實現損失比例為高，因此支持處分效果的存在性。Ferris, Haugen and Makhija(1988)則以 30 家小型權值股為樣本，結果發現美國投資人在一年當中各月份皆存在處分效果。

Odean(1998)則是首位以大規模個人投資者的帳戶資料作為樣本之學者，該文為檢測處分效果最具代表性之實證研究。其研究是在既有投資部位下，觀察利得股被獲利了結的比重是否顯著大於損失股被實現虧損的比重。他建構二個用以衡量處分效果的指標：實現利得比率(PGR)與實現損失比率(PLR)，研究結果顯示，PGR 和 PLR 的比例為 1.5：1，也就是說，利得股被賣出比率較損失股高出 50%，故證實處分效果存在。並且處分效果在持有期為 84 天、252 天時，其超額報酬為負，但在持有期間為 504 天時，其超額報酬將轉為正值，因此證實了處分效果對短期績效有負面影響且長期績效有反轉現象。

Cici(2005)以美國股票型基金經理人為研究對象，檢驗處分效果對基金績效的影響，他運用 Fama and French 三因子模式及 Carhart 四因子模式衡量未來持有期 3、6、9、12 個月之異常報酬，實證結果指出僅約 36%之基金經理人具有處分效果。在三因子模式中，發現隨著時間的增加，具處分效果之基金績效會越差，而在四因子模式中，僅發現處分效果確實會危及基金績效卻不會隨時間增加而遞增。整體而言，處分效果對基金績效有顯著的負相關，即處分效果會損害基金績效。

國內文獻部份，黃少宣(2006)採用 Odean (1998)的研究方法評估處分效果，以累加 3、6 個月期間的處分價差形成投資組合，並計算投資組合於持有期 3、6 個月的報酬。結果發現，不論持有期為 3 個月或 6 個月，即使基金經理人具處分效果之行為，但對績效並非有負面影響，而高處分效果的投資組合不一定會有最低報酬，其原因可能為基金經理人具有擇股能力，因此處分效果不一定為不理性之行為。周賓鳳等(2009)採用 Odean(1998)的研究方法計算處分價差(Disposition Spreads, DISP)，以台灣開放型股票基金驗證基金經理人是否具有處分效果且該行為對基金績效的影響為何。他們以 DISP 之值由低至高分為五個相等數目的投資組合，形成期為累加前 3 個月及 6 個月之 DISP，用此衡量持有期 3 個月及 6 個月原始報酬。實證發現基金經理人具有處分效果且該效果對基金績效為負面影響。

二、處分效果與基金流量之關係

基金流量多寡可用以代表投資人是否看好此檔基金，若投資人認為該檔基金未來績效表現較佳，則會增加投資，使基金淨流入增加，反之亦然。在處分效果會損害基金績效的情形下，基金經理人若存在處分效果的行為偏差，投資人面對一個績效不佳的基金，必然會降低對該基金的需求，使得具處分效果傾向的基金流量減少。Singal, Tech and Xu (2009)針對美國股票型基金共 2,363 檔，進行具處分效果傾向的基金與基金流量關係之實證，他們依 DISP 值由低至高將樣本分為十等分，採用 Chevalier and Ellison(1997)、Sirri and Tufano(1998)及 Huang et al.(2007)的方法，衡量當季 3 個月之基金流量，實證結果顯示處分效果將使得基金流量較小，且處分效果越明顯基金流量越小甚至為負值。

三、強化承諾之驗證與基金績效之關係

強化承諾以往是運用在組織行為領域，是指人們對於造成損失的專案不會放棄反而持續投入資源及成本。Harrison and Harrell(1993,1994)以及 Rutledge and Karim(1999)以代理理論解釋強化承諾，認為管理當局存在強化承諾現象會使其選擇次佳的方案，導致公司績效不佳。Haunschild, Davis-Blake and Fichman(1994)以收購公司為研究事件、Biyalogorsky, Bounding and Staelin(2006)以研發新產品為研究事件皆指出即使對公司經營狀況最清楚的管理當局也可能有強化承諾的現象，對於失敗或績效不佳的專案持續投入資源。

周賓鳳等(2009)認為行為財務學所提出之處分效果只著重在投資人賣出之決策，而忽略買進決策亦可能有行為偏差之現象。該文以台灣開放型股票基金衡量基金經理人的投資行為是否具強化承諾。其參考 Odean, Strahilevitz and Baber (2004)衡量強化承諾之方法，計算承諾差距(Escalation of Commitment Dispread, ESCA)，藉此指標建構形成期 3、6 個月投資組合並衡量持有期 3、6 個月原始報酬，結果發現基金經理人同時具有處分效果及強化承諾的現象且皆會對基金績效有負面影響，其中強化承諾對基金績效的負面影響更大。

參、研究設計

本研究的目的是以國內股票型基金為研究對象，探討基金經理人是否存在處分效果(強化承諾)的投資行為、處分效果(強化承諾)又是否會損害基金績效和基金流量。因此提出相關的研究假說以及研究方法，以驗證上述議題。本研究參照周賓鳳等(2009)而沿用 Odean (1998)以及 Odean, Strahilevitz and Baber (2004)之方法，計算處分價差(Disposition Spreads, DISP)及承諾差距(Escalation of Commitment Dispread, ESCA)，以台灣開放型股票型基金，來衡量基金經理人是否具有處分效

果(強化承諾)，並檢測處分效果(強化承諾)程度對基金績效和流量的影響。研究設計分為三個部分探討：(1)研究假說；(2)研究樣本與研究期間；(3)研究方法。

一、研究假說

Singal, Tech and Xu (2009)以美國基金市場為研究對象，發現約只有30%的基金經理人存在處分效果。他們推論有幾點原因：第一，Odean (1998)、Cici(2005)提出處分效果會導致績效較差，致使具處分傾向的基金，因績效未能符合投資者的期望，透過市場效率將逐漸消失。當資訊不對稱的情形越少，買賣雙方之投資決策會趨向理性，而行為偏差將不顯著。第二，由於資本利得稅的干擾，使基金經理人在年底時會傾向保有利得股，使其顧客減輕稅金的負擔，將減輕處分效果存在的顯著性。由於我國金融市場效率較不及美國市場，且沒有資本利得稅的因素干擾，故本文推測我國基金經理人在投資決策時，應具有較明顯的處分效果。在國內的文獻中，檢測處分效果對基金績效的影響並未考量到可能的績效反轉情形而忽略長期績效的影響。由於 Odean (1998)證實了處分效果對短期績效有負面影響但對長期績效有正面影響，故本文將以國內股票型基金來檢測基金經理人是否符合 Odean (1998)之實證結果。

周賓鳳等(2009)為國內首位將強化承諾引入探討基金經理人的投資行為，考量其買進決策以彌補處分效果衡量方式之不足，但並未考量可能的績效反轉現象，僅檢測短期績效，本文將彌補此缺憾。本文推估強化承諾行為對短期績效有負面影響而在長期績效的情況下將會減弱。

基金流量是影響基金經理人佣金、薪酬多寡的主要因素，基金流量多則薪酬多，反之則薪酬少。Singal, Tech and Xu (2009)指出若處分效果導致基金流量減少，基於基金經理人自利行為將會使處分效果逐漸消失，他們檢測處分效果對基金流量的影響，無論在有無控制基金績效的條件下，以持有期三個月之基金流量，皆發現不具處分效果的基金流量顯著大於具處分效果的基金流量，即處分效果與基金流量呈現負相關。由於國內文獻並未檢測處分效果、強化承諾對基金流量之影響，基於國外文獻本文推論處分效果、強化承諾對基金流量皆有負面影響。由上述所言，本文建立三個假說如下：

假說一：基金經理人在投資行為上具處分效果(強化承諾)；

假說二：具處分效果(強化承諾)傾向的基金，其未來績效較差；

假說三：具處分效果傾向(強化承諾)的基金，其未來流量較低。

二、研究樣本與研究期間

本研究資料取自台灣經濟新報資料庫(TEJ)，樣本為國內開放型股票基金，包含一般型、科技類、中小型、特殊類、中概股、價值型、上櫃股票型、指數型、平衡型基金之上市、已下市及封閉型轉變為開放型之基金。各股票型基金所投資的股票樣本，亦取自國內上市櫃公司及曾經上市櫃公司。TEJ 所提供之股票型基金持股內容於1993年5月至2002年6月有每月持股內容，於2002年7月後改提供為每季持股內容。本研究排除無法自 TEJ 取得完整資料之國內開放型股票基金，樣本期間為1993年第2季至2009年第4季，共有365檔共同基金。由於本文建構12個月形成期及衡量未來36個月報酬及流量，故研究期間自1994年第2季至2006年第4季。

三、研究方法

(一) 基金經理人投資行為指標－處分效果和強化承諾

首先，我們須確認共同基金對於所持有每檔股票當初的買進價格、買進張數及買進時間。由於本研究之樣本期間內，只有初期時共同基金之月持股資料才可取得，故為一致起見，處分效果、強化承諾(持股變動)之衡量將統一採每季季底的各股持股數目變動情形來判斷每季各種股票買進、賣出及持平的情況。股票價格(平均成本)的計算則以該季裡該檔股票所有交易日的收盤價資料計算出當季的平均收盤價做為買價。本文運用周賓鳳等(2009)所提出之加權平均成本作為前一季持股的平均成本的參考價，並按每季持股變動分成三種情形以計算已(未)實現利得、損失、買進輸(贏)家股票家數，詳情如下表 1 所示。

表 1 計算處分價差(DISP)及承諾差距(ESCA)之方式

持股情形	比價方式	操作性定義
當季持股降低 (當季賣出股票)	賣出價格<參考價	損失計為 1，加總得到已實現損失股票家數 RCL
	賣出價格>參考價	利得計為 1，加總得到已實現利得股票家數 RCG
當季持股增加 (當季購入股票)	平均收盤價<參考價	輸家計為 1，加總得到買進輸家股票家數 BL
	平均收盤價>參考價	贏家計為 1，加總得到買進贏家股票家數 BW
當季持股不變	參考價>當季最高股價	持有損失計為 1，加總得到未實現損失股票家數 UCL
	參考價<當季最低股價	持有利得計為 1，加總得到未實現利得股票家數 UCG
	若參考價介於當季最低與最高價之間，則不列入計算	

在計算出已(未)實現利得、損失、買進輸(贏)家股票家數後，本文就可分別由下列之式(1)至式(6)求得已實現利得比率(PGR)、已實現損失比率(PLR)、處分價差

(DISP)、買進輸家比率(BLR)、買進贏家比率(BWR)、承諾差距(ESCA)如下：

$$PGR_{i,t} = \frac{RCG_{i,t}}{RCG_{i,t} + UCG_{i,t}} \quad (1)$$

$PGR_{i,t}$ ：為第 i 檔共同基金之經理人在第 t 季帳面有利得的股票中，實際實現利得的比率；

$RCG_{i,t}$ ：第 i 檔共同基金在第 t 季時實際實現利得股票的家數；

$UCG_{i,t}$ ：第 i 檔共同基金在第 t 季繼續持有帳面利得股票的家數。

$$PLR_{i,t} = \frac{RCL_{i,t}}{RCL_{i,t} + UCL_{i,t}} \quad (2)$$

$PLR_{i,t}$ ：為第 i 檔共同基金經理人在第 t 季帳面有虧損的股票中，實際實現虧損股票的比率；

$RCL_{i,t}$ ：第 i 檔共同基金在第 t 季時實際實現虧損股票的家數；

$UCL_{i,t}$ ：第 i 檔共同基金在第 t 季繼續持有帳面虧損股票的家數。

$$DISP_{i,t} = PGR_{i,t} - PLR_{i,t} \quad (3)$$

式(3)中之 $DISP$ 為處分價差，其等於已實現利得比率與已實現損失比率的差距，當 $DISP$ 為正時，表示某共同基金在該季傾向賣出贏家股，即該基金經理人存在處分效果；若 $DISP$ 為負，則表示該共同基金在該季傾向賣出輸家股，即基金經理人不存在處分效果。

$$BLR_{i,t} = \frac{BL_{i,t}}{BL_{i,t} + UCL_{i,t}} \quad (4)$$

$BLR_{i,t}$ ：為第 i 檔共同基金之經理人在第 t 季持續買進帳面有虧損股票的比率；

$BL_{i,t}$ ：第 i 檔共同基金在第 t 季時持續買進帳面有虧損的股票家數。

$$BWR_{i,t} = \frac{BW_{i,t}}{BW_{i,t} + UCG_{i,t}} \quad (5)$$

$BWR_{i,t}$ ：為第 i 檔共同基金經理人在第 t 季持續買進帳面有利得股票的比率；

$BW_{i,t}$ ：第 i 檔共同基金在第 t 季時持續買進帳面有利得的股票家數。

$$ESCA_{i,t} = BLR_{i,t} - BWR_{i,t} \quad (6)$$

式(6)中之 $ESCA$ 為承諾差距，其等於買進輸家比率與買進贏家比率的差距，

當 ESCA 為正時，表示某共同基金在該季傾向買進輸家股，即該基金經理人存在強化承諾；若 ESCA 為負，則表示該共同基金在該季傾向買進贏家股，即基金經理人不存在強化承諾。因此，若 DISP、ESCA 顯著為正值時，假說一即成立。

(二) 基金績效與基金流量

1. 基金績效

Odean(1998)以個別投資人賣出贏家與繼續持有輸家決策之未來績效來檢驗處分效果是否為理性行為。若贏家未來績效優於輸家未來績效，表示投資人為不理性；若贏家未來績效低於輸家未來績效則表示投資人為理性的。本文沿用周賓鳳等(2009)之相依配對分組方式，將共同基金之樣本依 DISP(ESCA)由低至高劃分為五個樣本數相等的投資組合，DISP(ESCA)最小的投資組合為 Q1，表示處分效果(強化承諾)最弱或不存在處分效果(強化承諾)之基金，而 DISP(ESCA)最高的投資組合為 Q5，DISP5 (ESCA5)表示具有最強處分效果(強化承諾)之基金。

首先挑選 DISP1 及 DISP5 之兩代表性投資組合，在控制 DISP 後再依該組同時期之 ESCA 大小均分為五組並挑選 ESCA1 及 ESCA5 兩組，藉此建構一個 ESCA5-ESCA1 之零成本投資組合(買進 Q5 賣出 Q1)，用以評估在相同程度之處分效果行為下，強化承諾對績效之影響。另外以相同的方式，選擇 ESCA1 及 ESCA5 投資組合，控制 ESCA 後再依該組同時期之 DISP 大小均分為五組並篩選出 DISP1 及 DISP5 兩組，藉此建構一個 DISP5-DISP1 之零成本投資組合(買進 Q5 賣出 Q1)，用以評估在相同程度之強化承諾行為下，處分效果對績效之影響。

以上皆採用均等加權方式計算該投資組合在未來持有期間的報酬率，以檢驗處分效果、強化承諾對共同基金的績效影響為何。在投資組合形成期間的選擇，以 3、6 及 12 個月的形成期來探討其在持有期為未來 3、6、12、24、36 個月之報酬，不同形成期的建構是以累加各季 DISP(ESCA)的方式來作為劃分投資組合之標準。若形成期 3、6 及 12 個月之零成本投資組合各自面對之持有期 3、6、12、24 和 36 個月之報酬顯著為負值，即支持假說二，即處分效果(強化承諾)對基金績效有負面影響。另外本文將以 CAPM 單因子模式與 Fama and French 三因子模式衡量異常報酬。

本文所使用之 CAPM 單因子及三因子模型之時間序列迴歸分別陳列於式(7)和式(8)，其中 α 值為投資組合的異常報酬：

$$R_{q,t} - R_{f,t} = \alpha_q + \beta_{q,MKT} MKT_t + \varepsilon_{q,t} \quad (7)$$

$$R_{q,t} - R_{f,t} = \alpha_q + \beta_{q,MKT} MKT_t + \beta_{q,SMB} SMB_t + \beta_{q,HML} HML_t + \varepsilon_{q,t} \quad (8)$$

$R_{q,t}$ ：投資組合 q 之第 t 月報酬率；

$R_{f,t}$ ：第 t 月之第一銀行一個月定存報酬率；

MKT_t ：第 t 月之市場投資組合超額報酬，其等於第 t 月台灣證券交易所加權股票指數報酬及櫃檯指數報酬之市值加權平均值減去第 t 月第一銀行一個月定存報酬率；

SMB_t ：第 t 月之規模相關風險因子，其等於小規模公司股票報酬減去同月大規模公司股票報酬；

HML_t ：第 t 月之與淨值市價比相關風險因子，其等於高淨值市價比公司股票報酬減去同月低淨值市價比公司股票報酬。

若零成本投資組合之 α 值為顯著負值，則表示在控制各項風險因子後，零成本投資組合有較差的績效，即處分效果(強化承諾)對基金績效有負向影響，故支持假說二。

2. 基金流量

為衡量基金流量，本文參照 Singal, Tech and Xu (2009)之作法，採用 Chevalier and Ellison(1997)、Sirri and Tufano(1998)及 Huang et al.(2007)的方法，並依據前述為衡量基金績效時所建構之形成期為 3、6 及 12 個月的投資組合，計算出未來持有期 3、6、12、24 和 36 個月之基金流量，其公式如下所示：

$$FL_{i,t} = \frac{TNA_{i,t} - TNA_{i,t-1}(1 + r_{i,t})}{TNA_{i,t-1}} \quad (9)$$

$FL_{i,t}$ ：第 i 檔共同基金在第 t 季的基金流量；

$TNA_{i,t}$ ：第 i 檔共同基金在第 t 季的總淨資產(基金規模)；

$r_{i,t}$ ：第 i 檔共同基金在第 t 季的報酬率。

若形成期 3、6 及 12 個月各自面對之持有期 3、6、12、24 和 36 個月之基金流量顯著為負值，即支持假說三。

肆、實證結果

本文以基金經理人投資行為指標一處分價差(DISP)及承諾差距(ESCA)值之大

小建構投資組合，藉此驗證其是否對基金績效及流量有負面影響，以達本研究之目的。實證結果分為四個部份探討，(1)敘述性統計；(2)處分效果與強化承諾之檢驗；(3)處分效果、強化承諾與基金報酬之關係；(3)處分效果、強化承諾與基金流量之關係。

一、敘述性統計

表 2 為本研究期間各年之平均基金數目、DISP、ESCA 及基金規模。其中報酬率為各年度之買入持有報酬、基金流量是依據式(9)計算出各年之流量。表 1 顯示，平均而言共同基金的數目呈現逐年增加之趨勢，DISP 介於-0.149 到 0.047，ESCA 介於-0.867 到 0.161，基金規模因設立資本限額制度的鬆綁有下降之情形，基金流量介於-0.302 到 0.464。值得一提的是，基金平均報酬率於 1995 年時高達 64.05%。查該年度係因李前總統發表兩國論之政治因素，促使台灣股市大幅崩跌，然此時基金經理人卻在股市低點持續加碼，反而獲得優異投資績效所致。

本文藉由 1993 年第 2 季之基金季持股明細計算出 3、6、12 個月之形成期，並衡量各自形成期未來 3、6、12、24 及 36 個月之基金績效及流量，因此採用之樣本期間為 1993 年第 2 季至 2009 年第 4 季，而研究期間為 1994 年第 2 季至 2006 年第 4 季，為求資料衡量期間之完整性，於表 1 中則顯示 1994~2006 年資料。

表 2：共同基金相關敘述統計表

樣本包含國內開放型股票基金，樣本期間自 1993 年第 2 季至 2009 年第 4 季。DISP(處分價差)計算方式為實現利得比率減實現損失比率，若值為正表示該基金經理人具有出盈保虧之處分效果行為。ESCA(承諾差距)的計算方式為買進帳面輸家比率減買進帳面贏家比率，若值為正表示該基金經理人具有對損失股持續買進之強化承諾行為。

年度	基金數	DISP	ESCA	平均基金規模 (百萬元)	報酬率(%)	流量(%)
1994	45	-0.041	0.071	4060.98	8.853	-0.268
1995	60	0.026	-0.092	2233.43	64.050	-0.302
1996	76	-0.016	-0.039	2355.47	-3.433	-0.077
1997	97	-0.034	0.010	2752.54	13.443	-0.042
1998	128	0.001	-0.867	1880.97	11.906	-0.042
1999	157	0.002	-0.137	2036.23	-22.555	-0.005
2000	206	-0.031	-0.024	1118.33	0.319	0.028
2001	221	0.047	-0.175	1277.84	0.595	0.090
2002	231	0.001	-0.098	1120.52	15.377	0.045
2003	247	-0.022	-0.064	1631.12	12.825	-0.192
2004	265	-0.052	0.066	1681.01	23.032	-0.232
2005	272	-0.099	0.107	1339.74	27.833	-0.464
2006	266	-0.149	0.161	1323.11	-27.359	0.306

二、處分效果與強化承諾之檢驗

表 3 中，我們分別累加 3 個月、6 個月及 12 個月之 DISP 及 ESCA 得到各形成期之 DISP 與 ESCA 值，並分別依該 DISP(ESCA)值的高低區分為 5 組，DISP(ESCA)值最低 20%的基金作為第一組投資組合 Q1，排名在 20%~40%的基金為第二組投資組合 Q2，以此類推。可發現不論是那一個形成期，大致上在 Q1、Q2 及 Q3 中 DISP 及 ESCA 顯著為負值，其表示約 60%之基金經理人採用動能策略；另外，在 Q4 及 Q5 中 DISP 及 ESCA 大多為顯著正值，其表示約 40%之基金存在處分效果及強化承諾，故支持假說一。

針對處分效果的結果，對比國外學者 Cici(2005)發現約 36%之基金經理人具處分效果及 Singal, Tech and Xu (2009)證實約 30%之基金經理人有處分效果的情況，本國基金經理人確實有較高的處分效果。此結果可能是因國外有實施資本利得稅的課徵，使基金經理人於年底時為了避免隔年課徵較高之資本利得稅，而採取續抱帳面贏家股的投資行為，使得該行為降低處分效果存在的顯著性。

表 3：各形成期投資組合之處分價差(DISP)與承諾差距(ESCA)

DISP 計算方式為實現利得比率減實現損失比率，若值為正表示該基金經理人具有出盈保虧之處分效果行為。ESCA 的計算方式為買進帳面輸家比率減買進帳面贏家比率，若值為正表示該基金經理人具有對損失股持續買進之強化承諾行為。本文將 DISP、ESCA 累加 3、6、12 個月後分別得到 DISP、ESCA 之形成期，再依各自形成期將 DISP、ESCA 按樣本數相等分成五組，DISP(ESCA)最小的組合為 Q1，DISP(ESCA)最大的組合為 Q5。括號內為 t 值，*表顯著水準達 0.1，**表顯著水準達 0.05，***表顯著水準達 0.01。

投資組合	形成期 3 個月		形成期 6 個月		形成期 12 個月	
	DISP	ESCA	DISP	ESCA	DISP	ESCA
Q1	-0.311*** (-49.58)	-0.592*** (-68.52)	-0.479*** (-61.14)	-0.729*** (-75.87)	-0.792*** (-67.07)	-0.952*** (-73.60)
Q2	-0.125*** (-35.39)	-0.234*** (-34.33)	-0.203*** (-44.83)	-0.274*** (-43.30)	-0.369*** (-52.36)	-0.323*** (-43.86)
Q3	-0.034*** (-11.01)	-0.014*** (-2.02)	-0.075*** (-20.43)	-0.004 (-0.66)	-0.175*** (-32.33)	-0.002 (-0.29)
Q4	0.061*** (19.26)	0.211*** (29.6)	0.042*** (11.70)	0.240*** (38.07)	-0.005 (-1.04)	0.303*** (42.54)
Q5	0.259*** (41.95)	0.566*** (63.03)	0.320*** (45.02)	0.692*** (72.22)	0.390*** (41.14)	0.914*** (75.23)

三、處分效果和強化承諾對基金報酬之影響

由於本文另行檢測出處分價差與強化承諾之相關係數為-0.592，為顯著負相關。因此以下之本文實證分析將採用相依配對分組方式，先控制另一變數之後，再進行檢定以避免互相干擾之情形。首先，對以下將介紹表格中之相依配對分組方式加以說明。以表 4 之 Panel A 為例，上半部(即前三列)係先挑選 DISP1 及 DISP5 之兩代表性投資組合，在控制 DISP 後再依該組同時期之 ESCA 大小均分為五組並挑選 ESCA1 及 ESCA5 兩組，藉此建構一個 ESCA5-ESCA1 之零成本投資組合(買進 Q5 賣出 Q1)，其代表之意義為控制處分效果後之強化承諾決策對原始報酬之影響。下半部(即後三列)以相同的方式，選擇 ESCA1 及 ESCA5 投資組合，控制 ESCA 後再依該組同時期 DISP 大小均分為五組並篩選出 DISP1 及 DISP5 兩組，藉此建構一個 DISP5-DISP1 之零成本投資組合(買進 Q5 賣出 Q1)，其代表意義為控制強化承諾行為後，處分效果決策對原始報酬的影響。

投資組合 DISP1(ESCA1)代表不具有處分效果(強化承諾)之基金績效，DISP1(ESCA1)則代表具有處分效果(強化承諾)行為之基金績效。簡言之，要查看強化承諾對原始報酬之影響，僅看 ESCA5-ESCA1 之值來作判斷；查看處分效果對原始報酬之影響，僅看 DISP5-DISP1 之值來作判斷。表 5 和表 6 之內容的判讀亦同，差異僅在於由對原始報酬之影響，分別轉變為對異常報酬及基金流量之影響。雖本文建構三個形成期(3、6、12 個月)，為使讀者能清楚了解結果且由於形成期 3、6 個月之結果與形成期 12 個月類似，以下本文只陳列形成期 12 個月之結果並針對此加以探討。

其中零成本投資組合之值非為其所對應之 DISP5(ESCA5)與 DISP1(ESCA1)值之差距，係因在某些季別中，因計算的 DISP 或 ESCA 之值多數為零或僅為少數特定值之故。此現象致使在該季別時無法區分為五組次樣本，造成 DISP5(ESCA5)或 DISP1(ESCA1)其中之五組的樣本數為零，最終導致零成本投資組合之值不等於 DISP5(ESCA5) 之值減去 DISP1(ESCA1)之值。本文以相依配對方式分組，茲先以 DISP 分組後再以 ESCA 分組之情形為例說明如下(請對照表 4 之 Panel A 中，先以 DISP1 分組之第一列)。例如，2000 年第 1 季之樣本中共有 50 檔基金，每檔基金各有其 DISP 及 ESCA 值。其中 DISP 之值為 0.1 共有 10 檔基金、15 檔基金其值為 0，剩下之 25 檔中，15 檔其值為 0.5，另 10 檔其值為 1。在此情況下，SAS 程式僅能將此 50 檔基金區分為投資組合 DISP1、DISP3、DISP4 及 DISP5 四組。其中 DISP1 投資組合共有 15 檔(其 DISP 之值皆為 0)，而所對應 ESCA 值為 0.1 者共有 3 檔基金，剩下之 12 檔中，5 檔其值為 0.5，另 7 檔為 0。在此情況下，雖欲將 DISP1 投資組合再以同期之 ESCA1 及 ESCA5 均分成五組，但 SAS 程式僅能將此 15 檔

表 4 處分效果與強化承諾對基金原始報酬之影響

依形成期 12 個月將共同基金之樣本依 DISP(處分價差)、ESCA(承諾差距)由低至高劃分為五個樣本數相等的投資組合，DISP1(ESCA1)表示處分效果(強化承諾)最弱或不存在，而 DISP5(ESCA5)表示具有最強處分效果(強化承諾)。首先挑選 DISP1 及 DISP5 之兩代表性投資組合，在控制 DISP 後再依該組同時期之 ESCA 大小均分為五組並挑選 ESCA1 及 ESCA5 兩組，藉此建構一個 ESCA5-ESCA1 之零成本投資組合，用以評估在相同程度之處分效果行為下，強化承諾對績效之影響。另外以相同的方式，選擇 ESCA1 及 ESCA5 投資組合，控制 ESCA 後再依該組同時期之 DISP 大小均分為五組並篩選出 DISP1 及 DISP5 兩組，藉此建構一個 DISP5-DISP1 之零成本投資組合，用以評估在相同程度之強化承諾行為下，處分效果對績效之影響。括號內為 t 值，*表顯著水準達 0.1，**表顯著水準達 0.05，***表顯著水準達 0.01。

Panel A：形成期 12 個月持有 3 個月績效			
	ESCA1	ESCA5	ESCA5-ESCA1
DISP1	3.580*** (3.64)	2.381** (2.57)	-1.366* (1.97)
DISP5	2.708*** (2.92)	1.960** (2.41)	-1.426** (2.36)
	DISP1	DISP5	DISP5-DISP1
ESCA1	3.163*** (3.37)	2.329** (2.56)	-1.001* (-1.98)
ESCA5	1.937** (2.10)	1.941** (2.18)	0.093 (0.12)
Panel B：形成期 12 個月持有 6 個月績效			
	ESCA1	ESCA5	ESCA5-ESCA1
DISP1	6.972*** (4.91)	5.056*** (3.85)	-1.824 (-1.49)
DISP5	5.608*** (4.08)	4.563*** (3.60)	-1.821** (-2.08)
	DISP1	DISP5	DISP5-DISP1
ESCA1	6.952*** (5.07)	5.449*** (4.07)	-1.359* (-1.85)
ESCA5	5.473*** (4.23)	4.567*** (3.43)	-0.225 (-0.18)
Panel C：形成期 12 個月持有 12 個月績效			
	ESCA1	ESCA5	ESCA5-ESCA1
DISP1	11.366*** (5.63)	8.823*** (5.02)	-2.018 (-1.13)
DISP5	9.213** (4.87)	8.115*** (4.55)	-2.313* (-1.94)
	DISP1	DISP5	DISP5-DISP1
ESCA1	10.601*** (5.51)	9.243*** (5.15)	-2.095 (-1.19)
ESCA5	9.271*** (5.40)	8.127*** (4.21)	-0.021 (-0.01)
Panel D：形成期 12 個月持有 24 個月績效			
	ESCA1	ESCA5	ESCA5-ESCA1
DISP1	19.780*** (6.70)	16.328*** (6.83)	0.097 (0.04)
DISP5	16.145*** (6.47)	11.003*** (4.52)	-4.585** (-2.01)
	DISP1	DISP5	DISP5-DISP1
ESCA1	16.262*** (5.50)	15.807*** (6.48)	-6.180* (-2.00)
ESCA5	13.833*** (6.49)	15.172*** (5.92)	-1.014 (-0.41)
Panel E：形成期 12 個月持有 36 個月績效			
	ESCA1	ESCA5	ESCA5-ESCA1
DISP1	32.192*** (8.61)	32.196*** (8.83)	2.733 (0.74)
DISP5	27.800*** (8.50)	22.543*** (6.91)	-4.161 (-1.23)
	DISP1	DISP5	DISP5-DISP1
ESCA1	30.370*** (8.61)	25.812*** (7.85)	-7.214* (-1.92)
ESCA5	27.542*** (8.39)	33.568*** (8.44)	2.020 (0.50)

基金區分為投資組合 ESCA2、ESCA3 及 ESCA5 三組。此情形下，DISP1 同期之 ESCA5 投資組合會包含 2000 年第 1 季之樣本，但 DISP1 同期之 ESCA1 不會包含該季之樣本，使得當樣本為先以 DISP1 分組時之零成本投資組合 ESCA5-ESCA1 的平均報酬率不等於 ESCA5 平均報酬率減去 ESCA1 之平均報酬率。

由於本文檢測處分效果、強化承諾行為於未來持有期 3、6、12、24 及 36 個月之績效與流量，故在此檢測這兩種投資行為在這 36 個月內之持續性。對各形成期所建構之 DISP 及 ESCA 值各別進行 36 個月期之相關性檢定，發現所有的相關係數值皆為 0.7 以上並達到顯著水準，故在此判定這兩種投資行為於未來持有期 36 個月內持續存在。

表 4 陳列 DISP 與 ESCA 對基金之原始報酬影響之實證結果。在 Panel A、Panel B(持有 3、6 個月)最右一欄中 DISP 與 ESCA 的部分零成本投資組合之原始報酬為顯著負值之現象，顯示處分效果及強化承諾在短期確實對基金績效有負面影響，故支持假說二。在 Panel C(持有期 12 個月)中之 DISP5 此列，ESCA 的零成本投資組合原始報酬為-2.313 之顯著負值，而 ESCA1 和 ESCA5 兩列中之 DISP 零成本投資組合原始報酬為未達統計顯著水準，其顯示在短期內，強化承諾對原始報酬影響程度較處分效果大，此結果與周賓鳳等(2009)之發現相符。但在 Panel D、Panel E(持有期為 24、36 個月)時，DISP 零成本投資組合負原始報酬的絕對值 6.180 及 7.214 皆大於 ESCA 零成本投資組合之原始報酬的絕對值，表示在長期下，處分效果對原始報酬的負面影響程度較強化承諾大。因此可知，強化承諾對短期績效的負面效果較大，而處分效果對長期績效的負面影響較大。由於 Odean(1998)發現股票投資人具處分效果且對短期股票績效有負面影響，而其對長期股票績效卻轉為正面影響，故證實美國股市具處分效果傾向之投資人，其投資績效於長期將有反轉現象。本文採用國內股票型基金為樣本，其實質買賣之標的物即為股票，藉由表 3 之長短期原始報酬可觀察出，基金績效在長期並無反轉現象，故與 Odean (1998)採用超額報酬衡量股票報酬之實證結果不一致。

表 5 陳列處分效果與強化承諾對控制市場因子後之投資組合異常報酬。由於 Fama and French 三因子模式(控制市場、價值及規模因子)與 CAPM 單因子模式(控制市場因子)之結果雷同，故本文僅針對單因子模式之實證加以說明。

從表 5 中之 ESCA 零成本投資組合的異常報酬可知，在 Panel A 及 Panel B(持有期 3、6 個月)時，強化承諾分別為無影響及顯著負向影響，但到了 Panel C、Panel D、Panel E(持有期 12、24、36 個月)時，異常報酬皆轉為顯著正值。此結果表示強化承諾在短期(6 個月)對異常報酬具有負面影響，但在長期持有 12 個月以上後，對異常報酬有正面效果，故可判定強化承諾對基金績效之負面影響僅侷限於短期，

表 5 處分效果與強化承諾對基金異常報酬之影響(控制市場因子)

依形成期 12 個月將共同基金之樣本依 DISP(處分價差)、ESCA(承諾差距)由低至高劃分為五個樣本數相等的投資組合。首先挑選 DISP1 及 DISP5 之兩代表性投資組合，在控制 DISP 後再依該組同時期之 ESCA 大小均分為五組並挑選 ESCA1 及 ESCA5 兩組，藉此建構一個 ESCA5-ESCA1 之零成本投資組合，用以評估在相同程度之處分效果行為下，強化承諾對績效之影響。另外以相同的方式，選擇 ESCA1 及 ESCA5 投資組合，控制 ESCA 後再依該組同時期之 DISP 大小均分為五組並篩選出 DISP1 及 DISP5 兩組，藉此建構一個 DISP5-DISP1 之零成本投資組合，用以評估在相同程度之強化承諾行為下，處分效果對績效之影響。迴歸模型以投資組合之重量加權(value weights)超額報酬為依變數，自變數為市場報酬(MKT)。截距項 α 表投資組合之異常報酬，單位為百分比。括號內為 t 值(t-statistics)。*表顯著水準達 0.1，**表顯著水準達 0.05，***表顯著水準達 0.01。

$$R_{q,t} - R_{f,t} = \alpha_q + \beta_{q,MKT} MKT_t + \varepsilon_{q,t}$$

Panel A：形成期 12 個月持有 3 個月績效				
	ESCA1	ESCA5	ESCA5-ESCA1	
DISP1	0.012** (2.03)	-0.042*** (-4.45)	-0.001	(-0.28)
DISP5	0.020*** (3.43)	0.006 (1.10)	0.005	(0.98)
	DISP1	DISP5	DISP5-DISP1	
ESCA1	0.018*** (4.38)	0.015*** (3.04)	0.001	(0.42)
ESCA5	-0.051*** (-5.87)	0.001 (0.20)	0.037*** (4.80)	
Panel B：形成期 12 個月持有 6 個月績效				
	ESCA1	ESCA5	ESCA5-ESCA1	
DISP1	0.005 (1.27)	-0.022*** (-3.57)	0.001	(0.34)
DISP5	0.017*** (4.52)	0.001 (0.45)	-0.007** (-2.37)	
	DISP1	DISP5	DISP5-DISP1	
ESCA1	0.015*** (4.27)	0.014*** (4.44)	-0.001	(-0.29)
ESCA5	-0.046*** (-7.33)	0.001 (0.25)	0.034*** (5.75)	
Panel C：形成期 12 個月持有 12 個月績效				
	ESCA1	ESCA5	ESCA5-ESCA1	
DISP1	0.002 (0.70)	-0.042*** (-6.37)	0.010** (2.44)	
DISP5	0.010*** (3.36)	0.002 (0.70)	-0.003 (-1.29)	
	DISP1	DISP5	DISP5-DISP1	
ESCA1	0.008** (2.39)	0.008*** (3.04)	0.004* (1.69)	
ESCA5	-0.048*** (-9.03)	-0.000 (-0.05)	0.044*** (9.26)	
Panel D：形成期 12 個月持有 24 個月績效				
	ESCA1	ESCA5	ESCA5-ESCA1	
DISP1	0.001 (0.20)	-0.022*** (-5.07)	0.010*** (2.80)	
DISP5	0.007** (2.46)	-0.000 (-0.02)	-0.002 (-0.70)	
	DISP1	DISP5	DISP5-DISP1	
ESCA1	0.005 (1.55)	0.004 (1.41)	0.004 (1.54)	
ESCA5	-0.021*** (-5.44)	0.001 (0.32)	0.017*** (5.30)	
Panel E：形成期 12 個月持有 36 個月績效				
	ESCA1	ESCA5	ESCA5-ESCA1	
DISP1	0.001 (0.23)	-0.015*** (-4.16)	0.006** (2.25)	
DISP5	0.004 (1.48)	0.001 (0.27)	0.000 (0.14)	
	DISP1	DISP5	DISP5-DISP1	
ESCA1	0.006* (1.66)	0.002 (0.63)	0.002 (0.71)	
ESCA5	-0.014*** (-4.17)	0.001 (0.20)	0.014*** (4.89)	

長期則為正面影響。另一方面，從 DISP 零成本投資組合之結果卻發現，無論持有期為長、短期，其對異常報酬皆顯著為正向關係。此顯示基金經理人雖具有傾向賣出利得股之處分效果，但此並非不理性之行為，這項發現與 Cici(2005)、Singal, Tech and Xu (2009)之實證結果迥然不同，可能是由於我國股市因投資人較不理性而常有暴漲暴跌的過度反應現象，使得賣出贏家股、甚至加碼輸家股的反向操作策略，反而可以得到更高的投資績效之故。

上述分別對原始報酬及異常報酬之分析結果，顯示處分效果及強化承諾確實如周賓鳳等(2009)所發現為不同之投資行為。然而本文證實在衡量處分效果和強化承諾對績效的影響時，若只侷限於短期績效並且未使用經風險調整後之異常報酬來衡量基金績效，將得到截然不同之實證結果，而使結論產生嚴重偏誤。此外，本文證實強化承諾對短期基金異常報酬有負面影響，而對長期基金異常報酬卻轉為正面影響，表示我國基金經理人若具強化承諾之投資行為，其基金報酬於長期將有反轉現象。此結果與以原始報酬作為基金績效衡量指標之發現截然不同。

四、處分效果和強化承諾對基金流量之影響

表 6 呈現形成期為 12 個月時，處分效果與強化承諾對基金流量影響之實證結果。在表 6 之 Panel A 及 Panel B(持有期 3、6 個月)中，DISP 的零成本投資組合之基金流量皆為顯著負值，顯示處分效果在短期確實對基金流量有負面影響。而同期 ESCA 的零成本投資組合之流量則未達顯著水準，因此可知強化承諾對短期基金流量並無影響。此外，由於 DISP 的零成本投資組合之流量降低程度皆大於 ESCA 零成本投資組合，因此在短期下，處分效果對基金流量影響程度似乎較強化承諾大。但在同表之 Panel C、Panel D、Panel E(持有期為 12、24、36 個月)中，ESCA 零成本投資組合之流量下降情形達顯著水準而 DISP 零成本投資組合卻為無顯著影響，此表示在長期下，強化承諾對基金流量的負面影響程度似乎較處分效果大。另外由此表也可知，處分效果在短期對基金流量有負面影響但長期並無影響，而強化承諾在短期對基金流量無影響但卻對長期基金流量有負面影響。故整體而言，處分效果與強化承諾確實會導致基金流量下降，因此支持假說三。此外值得一提的是，持有三個月之基金流量結果，與 Singal, Tech and Xu (2009)之實證結果一致，亦即處分效果與基金流量呈現負相關。而強化承諾對長期基金流量有負面影響之實證，則為本研究在文獻上之首次重大發現。

表 6 處分效果與強化承諾對基金流量之影響

依形成期 12 個月將共同基金之樣本依 DISP(處分價差)、ESCA(承諾差距)由低至高劃分為五個樣本數相等的投資組合，DISP1(ESCA1)表示處分效果(強化承諾)最弱或不存在，而 DISP5(ESCA5)表示具有最強處分效果(強化承諾)。首先挑選 DISP1 及 DISP5 之兩代表性投資組合，在控制 DISP 後再依該組同時期之 ESCA 大小均分為五組並挑選 ESCA1 及 ESCA5 兩組，藉此建構一個 ESCA5-ESCA1 之零成本投資組合，用以評估在相同程度之處分效果行為下，強化承諾對流量之影響。另外以相同的方式，選擇 ESCA1 及 ESCA5 投資組合，控制 ESCA 後再依該組同時期之 DISP 大小均分為五組並篩選出 DISP1 及 DISP5 兩組，藉此建構一個 DISP5-DISP1 之零成本投資組合，用以評估在相同程度之強化承諾行為下，處分效果對流量之影響。括號內為 t 值，*表顯著水準達 0.1，**表顯著水準達 0.05，***表顯著水準達 0.01。

Panel A：形成期 12 個月持有 3 個月流量				
	ESCA1	ESCA5	ESCA5-ESCA1	
DISP1	0.024 (0.94)	-0.000 (-0.05)	0.001 (0.02)	
DISP5	-0.033*** (-2.76)	-0.022 (-1.38)	-0.012 (-0.45)	
	DISP1	DISP5	DISP5-DISP1	
ESCA1	0.009 (0.53)	-0.044*** (-4.46)	-0.051** (2.31)	
ESCA5	0.009 (0.65)	-0.017 (-1.11)	-0.059** (-2.11)	
Panel B：形成期 12 個月持有 6 個月流量				
	ESCA1	ESCA5	ESCA5-ESCA1	
DISP1	0.140 (1.37)	0.017 (0.74)	-0.071 (-0.83)	
DISP5	-0.047** (-2.43)	-0.016 (-0.72)	0.019 (0.51)	
	DISP1	DISP5	DISP5-DISP1	
ESCA1	0.065* (1.72)	-0.065*** (-3.52)	-0.108** (-2.59)	
ESCA5	0.047* (1.84)	-0.019 (-0.69)	-0.082** (-2.01)	
Panel C：形成期 12 個月持有 12 個月流量				
	ESCA1	ESCA5	ESCA5-ESCA1	
DISP1	0.535** (2.42)	0.004 (0.12)	-0.635** (-2.04)	
DISP5	-0.024 (-0.25)	0.020 (0.46)	0.084 (0.89)	
	DISP1	DISP5	DISP5-DISP1	
ESCA1	0.143* (1.81)	0.000 (0.00)	-0.134 (-1.41)	
ESCA5	0.030 (0.76)	0.068 (1.22)	0.058 (0.88)	
Panel D：形成期 12 個月持有 24 個月流量				
	ESCA1	ESCA5	ESCA5-ESCA1	
DISP1	0.619*** (2.98)	0.087 (1.28)	-0.691*** (-2.80)	
DISP5	0.427 (0.82)	0.210* (1.80)	-0.065 (-0.19)	
	DISP1	DISP5	DISP5-DISP1	
ESCA1	0.283* (1.73)	0.474 (0.86)	-0.008 (-0.02)	
ESCA5	0.101 (1.31)	0.077 (1.10)	0.083 (0.78)	
Panel E：形成期 12 個月持有 36 個月流量				
	ESCA1	ESCA5	ESCA5-ESCA1	
DISP1	1.059*** (3.01)	0.141 (1.29)	-1.781** (-2.05)	
DISP5	2.278 (0.96)	0.050 (0.45)	-1.173 (-0.90)	
	DISP1	DISP5	DISP5-DISP1	
ESCA1	0.452*** (2.88)	2.487 (0.98)	1.139 (0.63)	
ESCA5	0.045 (0.54)	0.271** (2.12)	0.395 (1.58)	

伍、 結論與建議

本研究發現，當投資行為之衡量時間達 12 個月時，即投資組合的形成期越長，則對基金績效與流量的影響更為明顯。就以投資組合報酬方面有幾點發現：一、強化承諾對報酬之負面影響僅侷限於短期，而長期下卻對報酬有正向效果；而處分效果的存在，無論持有長、短期，其對報酬皆為正向效果。此顯示基金經理人雖具有傾向賣出利得股之處分效果，但此並非不理性之行為，這項發現與國外文獻之實證結果迥然不同，可能是由於我國股市因投資人較不理性而常有暴漲暴跌的過度反應現象，使得賣出贏家股、甚至加碼輸家股的反向操作策略，反而可以得到更高的投資績效之故。二、基金經理人若具有強化承諾之投資行為，雖對短期績效有負面影響，然而於長期績效將有反轉現象。三、過去國內文獻在討論處分效果、強化承諾對基金績效之影響，是採用原始報酬。但本文改以考量風險因素之異常報酬為績效衡量指標後，卻發現此二投資行為對基金績效有正面影響之結果，因此推翻了其有損基金績效之結論。

基金流量方面則有下列發現：在 12 個月形成期下，處分效果對短期基金流量具有負面效果，而強化承諾對長期基金流量具有負面影響，故支持假說三，即具處分效果和強化承諾之基金，其未來基金流量較低。

由於強化承諾對短期報酬有負面影響，但對長期報酬將轉為正面效果，此外，處分效果面對長短期基金績效時皆有正面影響。因此本文建議，若投資人採用短期操作決策時，應避免購買具強化承諾傾向之基金，而於長期投資情況下，將可選擇具強化承諾和處分效果傾向之基金。

參考文獻

1. 周賓鳳、池祥萱、林煜恩，2009。處份效果、強化承諾與共同基金績效，*管理評論*，第二十八卷第四期，1-18。
2. 黃少宣，2006)。處分效果是否會影響基金績效？，國立東華大學國際經濟所碩士論文。
3. 劉靜樺，2006。IPO錯置效果對股票報酬率影響之探討-錯置差距之應用，義守大學財務金融所論文。
4. Barclay, M. J., N. D. Pearson, and M. S. Weisbach, 1998. Open-end Mutual Funds and Capital-gains Taxes, *Journal of Financial Economics*, 49, 3-43.
5. Bergstresser, D. and J. Poterba, 2002. Do After-Tax Returns Affect Mutual Fund Inflows?, *Journal of Financial Economics*, 63, 381-414.

6. Biyalogorsky, E., W. Bounding and R. Staelin, 2006. Stuck in the Past: Why Managers Persist with New Product Failures?, *Journal of Marketing*, 70,108-121
7. Chevalier, J. and G. Ellison, 1997. Risk Taking by Mutual Funds as a Response to Incentives, *Journal of Political Economy*, 105, 1167-1200.
8. Cici, G., 2005. The Relation of the Disposition Effect to Mutual Fund Trades and Performance, Working Paper, Wharton School University of Pennsylvania.
9. Fama, E. F. and K. R. French, 1992. The Cross-section of Expected Stock Returns, *Journal of Finance*, 47, 427-65.
10. Fama, E. F. and K. R. French, 1993. Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bbonds, *Journal of Financial Economics*, 33, 3-56.
11. Ferris, S. P., R. A. Haugen and A. K. Makhija, 1988. Predicting Contemporary Volume with Historic Volume at Differential Price Levels: Evidence Supporting the Disposition Effect, *Journal of Financial Economics*, 43, 677-697.
12. Harrison, P. and A. Harrell, 1993. Impact of 'Adverse Selection' on Managers' Project Evaluation Decisions, *Academy of Management*, 36(3), 635-643.
13. Harrison, P. and A. Harrell, 1994. An Incentive to Shirk Privately Held Information and Managers' Project Evaluation Decisions, *Accounting, Organizations and Society*, 19(7), 569-577.
14. Haunschild, P. R., A. Davis-Blake and M. Fichman, 1994. Managerial Overcommitment in Corporate Acquisition Processes, *Organization Science*, 5(4), 528-540.
15. Huang, J., K. Wei and H. Yan, 2007. Participation Costs and the Sensitivity of Fund Flows to Past Performance, *Journal of Finance*, 62, 1273–1311.
16. Jin, L. and A. Scherbina, 2005. Change is Good or the Disposition Effect among Mutual Fund Managers, Working Paper, Harvard University.
17. Odean, T., 1998. Are Investors Reluctant to Realize Their Losses? *Journal of Finance*, 53, 1775-1798.
18. Odean, T., M. A. Strahilevitz and B. M. Baber, 2004. Once Burned, Twice Shy: How Naive Learning and Counterfactuals Affect the Repurchase of Stocks Previously Sold, Working Paper, University of Arizona.
19. Rutledge, R. W. and K. E. Karim, 1999. The Influence of Self-Interest and Ethical Considerations on Managers' Evaluation Judgments, *Accounting, Organizations*

and Society, 24(2), 173-184.

20. Shefrin, H. and M. Statman, 1985. The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence, *Journal of Finance*, 40, 777–790.
21. Singal V., T. Virginia and Z. Xu, 2009. Selling Winners, Holding Losers: Effect on Fund Flows and Survival of Disposition-Prone Mutual Funds, Working Paper, Washington State University.
22. Sirri, E.R. and P. Tufano, 1998. Costly Search and Mutual Fund Flows, *Journal of Finance*, 53, 1589-1622.
23. Weber, M. and C. Camerer, 1998. The Disposition Effect in Securities Trading: An Experimental Analysis, *Journal of Economic Behavior and Organization*, 33, 167–184.
24. Wermers, R., 2003. Is Money Really "Smart"? New Evidence on the Relation between Mutual Fund Flows, Manager Behavior, and Performance Persistence, Working Paper, University of Maryland.