

# 好公司的股票是好股票?—認知偏誤假說的驗證

## IS A GOOD COMPANY A GOOD STOCK? — TEST OF COGNITIVE BIASES HYPOTHESIS

陳一如

景文技術學院財務金融系

**I-Ju Chen**

*Department of Finance*

*Jin-Wen Institution of Technology*

### 摘要

認知偏誤 (cognitive biases)，是行為財務學中對投資人異常行為所解釋的現象之一。本研究即試圖以此行為財務學的觀點，利用橫斷面分析法中的固定效果模型 (fixed effect model)，探討台灣股票市場中投資人在投資股票時，對「好公司」的股票與「好股票」之間是否存有認知偏誤的現象，以了解投資人是否會因此認知偏誤而影響股票報酬表現的情形。

本研究利用天下雜誌所舉辦第三屆到第八屆「台灣百大標竿企業聲望調查」資料庫中的各項指標，分別以十項指標平均值及企業「前瞻能力」、「創新能力」與「顧客導向及服務品質」來評量是否為「好公司」，再利用「長期投資價值」指標來評量是否為「好股票」，並以一年期股票投資 (買進持有) 的年報酬率來衡量「好公司」的股票或「好股票」的投資表現。本研究同時配合公司規模、權益市值比、本益比等變數，比較「好公司」和「好股票」公司特質之差異，並且最後以上列實證結果探討認知偏誤假說。本研究提出認知偏誤假說，主張「好公司」和「好股票」公司特質與認知偏誤有關，某一公司特質產生實現報酬之差異是因投資人認知偏誤造成的，而使報酬預期高的股票產生較低實現報酬。

研究發現財金專家與企業專業經理人容易傾向認為「好公司」的股票即為「好股票」，且大公司規模與低權益市值比的公司較容易被視為「好公司」或「好股票」的公司，不過其所認為之好公司或好股票的相對股票實現報酬並沒有明顯較高的現象。因此，本研究結果發現因投資人對好公司和好股票的認知相似所造成認知上的偏誤，使得投資人常選擇規模較大之公司股票投資，卻忽略其他影響報酬之因素，使所投資的股票沒有顯著的報酬表現。實證結果也發現，真正可使投資人有較

高股票報酬的重要因素，卻是投資人在一開始便不重視的市場風險，唯有同時考量市場風險此因素，才可使投資人具有較高的股票實現報酬。

**關鍵詞：**行為財務學、認知偏誤

## ABSTRACT

This study aims to test whether the cognitive biases exist among experienced experts in Taiwan stock market. The relationship between the experts' perceptions on the stocks and stock realized return is expected to generate. The data collected from the annual survey of company reputations conducted by Common Wealth Magazine from 1997 are used in this study. The financial data, including weekly stock return, weighted market return, book to market equity ratio, transaction volume, turnover ratio and price earning ratio, are collected from TEJ database. The fix effect model is then used to estimate the effect of respondents' perceptions on good companies or good stocks.

The empirical results indicate that companies that are perceived as good companies have the special characters, like larger size, higher transaction volume, higher price earning ratio and lower book-to-market ratio. The results also illustrate that the experienced investors rank stocks as if they believe that good stocks are stocks of good companies. Moreover, the study shows that these investors rank stocks as if they are indifferent to market risk ( $\beta$ ), while this is the major factor which causes the high stock return. Therefore, it is concluded that the cognitive biases lead investors to the belief that good stocks are stocks of good companies. It also makes companies that are perceived as good companies or good stocks will not have high stock returns.

**keywords:** Behavioral finance、cognitive biases

## 壹、前言

過去資本資產定價模型 (Capital Asset Pricing Model, CAPM) 理論推導出個別股票的預期報酬可由市場風險 ( $\beta$ ) 所決定, Black, Jensen, and

Scholes (1972) 和 Fama and MacBeth (1973) 的實證研究顯示, 高  $\beta$  的股票傾向有較高的平均報酬。在 1970 年代以前, CAPM 理論受到廣泛的支持; 但到了 1980 年代以後, 愈來愈多的實證研究發現: 橫斷面的股票報酬除了與市場風險 ( $\beta$ ) 有關外, 還與權益市值規

模 (Banz, 1981)、帳面價值對權益市值比 (Fama & French, 1993)、益本比 (Basu, 1983)、負債比率 (Bhandaru, 1988) 等變數有關聯性。

Fama and French (1993) 提出三因子模型 (three-factor model) 包含市場風險 ( $\beta$ )、規模效應和帳面價值對市值比，皆會影響股票報酬，企圖以此解釋部份實證的結果。國內學者，如李銘仁 (1996)、林天中 (1997)、張慧玲 (1998)、蕭雅尤 (2000) 和雷雅淇 (2000) 等，針對 Fama and French (1992, 1993) 之三因子市場模式，實證與台灣股票市場股票報酬之關係，雖然三因子市場模式在台灣股票市場實證的研究結果尚未獲得普遍之共識，但不論國外或國內的研究皆已不難發現傳統的 CAPM 模型已確實無法完全詮釋所有金融市場上現象，學者們將此現象視為異常 (anomalies)。

因此有些學者開始探討投資人心理及行為層面的特質是否會影響股票報酬表現 (Solt & Statman, 1989; Shefrin & Statman, 1995)，行為財務學的主張便在近來受到廣泛的重視。Ritter (2003) 指出行為財務學的兩個主要基石為：認知心理 (cognitive psychology) 和套利的限制 (limit to arbitrage)。由於人們在做決策時常會有系統性的錯誤，使得其行為不見得為完全的理性，而易出現有框架效應 (susceptibility to frames)、認知偏誤、面對風險會改變其態度、不願後悔、不能完全自我控制並同時取絕於效用和價值特質的偏好 (Statman, 1999) 的現象。

本研究預計探討台灣股票市場上的財金專家與企業專業經理人是否存有認知偏誤 (cognitive biases) 現象，其對不同公司特質的股票是否因不同的認知，而致產生實現報酬之差異，因投資人認知偏誤之結果可能會使不同報酬預期的股票產生相異的實現報酬。本研究利用 1997 年到 2002 年間天下雜誌「標竿企業聲望調查」的資料配合經濟新報資料庫所提供的選樣之上市上櫃公司的公司特質資料，利用 panel data 中的固定效果模型 (fixed effect model)，探討財金專家與企業專業經理人對「好公司」的股票與「好股票」認知之差異情形及對股票實現報酬的影響，並藉此驗證認知偏誤假說，且進一步探討此認知偏誤是否是造成台灣股票市場實現報酬差異的原因之一。

研究結果發現，具有專業背景的財金專家與企業專業經理人對「好公司」的股票和「好股票」之認知並沒有顯著差異；但受訪者所認為「好公司」或「好股票」之公司特質與股票高實現報酬之公司特質並不相同：市場風險並不是財金專家與企業專業經理人評估一好公司或好股票之重要因素，但它卻是顯著影響股票實現報酬表現的關鍵。公司規模大的公司普遍會被認為是好公司或好股票，但卻有較低的實現報酬。因此，本研究推論因投資人對好公司和好股票的認知相似所造成認知上偏誤的結果，使投資人常選擇規模較大之公司股票投資，卻沒有顯著的報酬表現。

## 貳、文獻探討

Fromlet (2001) 將 heuristic 定義為「利用經驗或實際的努力解答問題或增進表現」，指在高度透過直覺的情形下，很快地選擇性地解釋訊息，故結果常因決策過程的不完整或易變性而可能不盡理想；而透過經驗法則來處理問題的做法，將會使投資人或個人之行爲選擇性的集中注意在其認爲值得留意或關注的事情上，對問題過度反應或反應不足與在不同情境下對同一問題，會有不同的選擇之框架效果。

認知偏誤是當個人所面臨的情況和他們心中之想法與假設不同時，所產生的一種心理的衝突。Festinger (1957) 認爲個人可能會採取行動降低認知偏誤，例如可能避免新資訊或是極力爲自己錯誤的想法辯護。Ritter (2003) 指出常見的認知偏誤包含過度自信、框架效果、心理帳戶與代表性偏誤等心理特質。Solt and Statman (1989) 指出多數人可能都有認知偏誤的現象，會將「成長股」視爲就是有「成長機會公司的股票」，而使多數人會將本益比和公司權益市值等變數視爲公司成長機會的替代變數，並選擇這類股票投資，而產生此類公司有較高報酬率的現象。但 Solt and Statman (1989) 認爲事實上，成長股和成長型公司並不相同。所謂成長股可能指在盈餘表現有大幅成長，支付極少股利，或有高預期報酬的股票；而成長型公司應是指在一段期間中具有較高成長機會，可能會在未來提供較低股票報酬的公司。

Solt and Statman (1989) 利用 1960 到 1977 年間 246 家公司的財務資料，採用 Lindenberg and Ross (1981) 計算公司 Tobin's q 值，依高

低分成五組資產組合後，再把每年最高 Tobin's q 的那一組資產組合加總在一起，最低的那組資產組合加總在一起，使得在十八年研究期間，公司的 Tobin's q 值依高低仍可形成五個資產投資組合，並進而檢視資產投資組合之 Tobin's q 值與投資組合的市值與本益比間的關係。同時，Solt and Statman (1989) 也檢視此五組資產組合的超額報酬情形，實證結果發現高 Tobin's q 值的公司多具有高公司（市值）規模的特質，但高 Tobin's q 值公司的投資組合超額報酬顯著低於 Tobin's q 值的公司之投資組合報酬率。此結果顯示若以美國 1960 年到 1977 年的資料來看，高 Tobin's q 值的公司（即高成表機會的公司）其投資組合的超額報酬較低 Tobin's q 值公司（低成長機會的公司）爲低。

Solt and Statman (1989) 利用 Kahneman and Tversky (1973, 1979) 所提的代表性偏誤和認知偏誤來解釋其觀察到的實證現象。因代表性偏誤指的是個人評估一不確定事件發生機率，用此事件與母體相似性或者用此事件所產生的特質來衡量發生的機率，也就是當 A 比 B 事件更有代表性時，A 事件被認爲發生的機率會較 B 事件爲高。所以，Solt and Statman (1989) 推論當一個人存有代表性偏誤和認知偏誤時，其會過度高估成長型公司的股票就是成長股的機率，特別是當一成長股與成長型公司很類似時，則個人出現高估的機率會更明顯。

相對於 Solt and Statman (1989) 利用 Tobin's q 值來區分成長型公司與非成長型公司並檢視股票超額報酬是否

會受投資人代表性偏誤和認知偏誤的影響；Bauman and Miller (1997) 認為投資人認知偏誤會反應在公司財務資料的預期上，且這種適應性預期的假設可用來解釋價值型股票和成長型股票報酬表現不同的原因。其利用 1980 年 3 月到 1993 年 3 月在 NYSE、AMEX 和 NASDAQ 交易的股票之每股盈餘 (EPS)、本益比 (P/E) 與股價資料依據本益比高低分組，檢視研究期間不同程度的本益比資產組合之股價報酬和與市場報酬間的差距，發現低本益比公司 (價值型) 經風險調整後的報酬優於高本益比 (成長型) 公司。並進一步利用每家公司預估之本益比資料和實際本益比資料間的差距值所形成的指標，衡量投資人預期之偏誤與本益比高低間的關聯性。結果發現本益比愈高的公司投資人愈有過度高估的現象，只有在低本益比時，投資人才會出現低估的情況。

Bauman and Miller (1997) 也藉由檢視兩種不同類型股票之過去每股盈餘的趨勢和盈餘預期差距，驗證投資人是否如適應性預期之行爲假說所主張，會過份依賴過去每股盈餘表現做為預期股價調整的依據。研究發現高每股盈餘成長的公司，投資人會有過份樂觀估計的傾向；亦即當一股票過去五年之盈餘成長表現較佳時，投資人會更易傾向對未來股價樂觀之估計。因此，投資人若採行投資一低本益比、低盈餘成長之價值型股票的反向操作策略，會有較佳的盈餘預期差距和較高的風險調整後之股價報酬。

不同於 Solt and Statman (1989) 和 Bauman and Miller (1997) 將研究樣本分為價值型與成長型公司的作法，

Fisher and Statman (2000) 直接利用美國 1872 年到 1999 年公司之本益比、股利率的資料來分析是否具解釋或預測股價報酬的能力。發現在短期而言，過去的本益比、股利率在預測未來一年或二年的報酬沒有顯著的能力。Fisher and Statman (2000) 利用五種行爲財務學的主張，解釋本益比、股利率等資料無法解釋或預測股價報酬的原因。一是因投資人過度自信堅持本益比高時，股票報酬會下降，二是確定性效果使投資人只在乎與自己看法相同的訊息，三是代表性偏誤使投資人衡量事件發生的機率時會過份重視過去類似的經驗，四是支撐效果 (anchoring) 會使投資人過份重視過去本益比、股利率之平均表現再加上後見之明的結果，投資人常會在高本益比、高股利率時賣出股票以避免損失，結合以上諸多原因則使實證上無法用本益比、股利率資料來預測股價報酬。

所以，Fisher and Statman (2000) 推論人們存在著一種確信幻覺 (illusion of validity) 的現象，即其會傾向過度相信其易犯錯的決策。而此現象最主要是由五個認知的偏誤所造成，包含：過度自信、確定效果、代表性偏誤、支撐效果 (anchoring) 和後見之明的效果。

此外，也有許多相關的研究指出橫斷面已實現的股票報酬與某些公司股票特質間有相關性。如 Fama and French (1992, 1993, 1996) 之市場風險、公司規模和淨值市價比三因子模型，Lakonishok, Shleifer and Vishny (1994) 的現金流量價格比和銷售盈餘成長率及 DeBondt and Thaler (1985,

1987) 過去報酬表現的公司特質 (characteristics) 與股票實現報酬有關聯。然而學者對其成因並不持相同的看法, 有學者甚至主張有可能是資料挖掘 (data-mining) 的結果。

Shefrin and Statman (1995) 提出好公司與好股票的觀念應不相同, 但市場投資人可能因認知偏誤, 造成投資人對此二者的看法沒有差別。Shefrin and Statman (1995) 將傳統財務學中認定好股票的決定因素: 風險、規模與權益市值比, 利用財務專家的觀點驗證好股票與好公司是否相同, 所得結果發現專家學者認為的好公司具規模大與低權益市價比的特質, 當與 Fama and French (1992, 1993) 的研究比較, 會發現好股票與好公司的概念是不相同的。然而市場上的財金專家會將好公司股票視為好股票, 而出現認知偏誤的現象, 則市場上較不具專業背景的一般投資人, 更有可能出現同樣偏誤的情況。

Shefrin and Statman (1998) 進一步提出造成橫斷面已實現的股票報酬與公司股票特質相關的三種假設, 並利用實證資料企圖尋找可解釋公司特質與已實現股票報酬間關聯的原因。此三假設為: 第一是資料挖掘假設 (data mining hypothesis), 即不同公司特質的實現報酬是因資料挖掘而產生的結果; 第二是風險假設 (risk hypothesis), 由於公司特質與風險有關, 故某一特質之有不同的實現報酬是反映風險不同的結果; 第三個假說是認知偏誤假說 (cognitive error hypothesis), 即認為公司特質與認知偏誤有關, 故一特質產生之實現報酬之差異是因投資人認知

偏誤所造成。在此假設下, 公司特質與實現報酬間的關係是因投資人認知偏誤而使報酬預期較高的股票常會產生較低的期望報酬。

且 Shefrin and Statman (1998) 認為報酬之期望值 (expectations about returns) 與預期報酬 (expected returns) 並不相同。預期報酬指的是真正的期望報酬, 其為報酬分佈的平均值; 而報酬的期望值包含了投資人因訊息的不完整或其他原因對報酬產生了可能錯誤的預值。故 Shefrin and Statman (1998) 利用美國 1982 年到 1995 年 First Call 公司分析師之推薦個股資料與財星 (Fortune) 雜誌之「同業及專家」評選公司的資料視為報酬之期望值的代替變數, 以驗證三個假說。研究發現, 由於可解釋實現報酬之公司特質變數也可解釋報酬預期變異之原因, 故其推論資料挖掘假說不成立。在風險假說方面, 若 CAPM 考慮的風險 ( $\beta$ ) 或 Fama and French 所提的公司規模和淨值市價比可表示風險的大小, 則報酬之期望值與市場風險、公司規模和淨值市價比間應不會有顯著關係。但實證結果皆存有顯著關係, 作者由此推論風險假說也不成立。

至於在認知偏誤假說方面, 由於公司特質與已實現報酬間有顯著關係且報酬的期望值與公司特質間也有顯著相關, 但此二者之符號是相反的; 同時因報酬期望值與公司特質間的關係即使在不同時間皆呈一穩定的關聯, 故 Shefrin and Statman (1998) 推論由於認知偏誤是造成不同公司特質的實現報酬有差異之主要原因。

本研究除了接續 Shefrin and Statman (1995, 1998) 的研究，探討台灣股票市場理性投資人對好公司與好股票是否有認知偏誤的現象外，並進一步企圖瞭解此認知偏誤的現象是否會影響股票市場的報酬表現。本研究的目的與假設將在第參節中介紹，採用的研究方法將在第肆節中介紹，第伍節為實證結果分析，第陸節為結論與建議，分述如下。

### 參、研究目的與假設

本研究希望透過台灣股票市場之資料，驗證股票市場上的「財金專家與企業專業經理人」之行爲是否如同傳統財務理論所言之完全理性。誠如 Solt and Statman (1989) 所主張成長股和成長型公司並不相同：成長股可能指在盈餘表現有大幅成長，支付極少股利，或有高預期報酬的股票；而成長型公司應是指在一段期間中具有較高成長機會，可能會在未來提供較低股票報酬的公司。同樣地，好公司股票與好股票也應有所差別，一家有獲利或有成長機會的公司（即好公司）並不一定就是會讓投資人賺錢之股票（即好股票）。然而，「財金專家與企業專業經理人」是否能有效區分出此兩者的差別，而帶給投資人正確投資的資訊。

如果「財金專家與企業專業經理人」是完全理性，則其對好公司的認知與好股票投資的選擇將有所差異，且因對兩者認知之不同，故其呈現出的公司特質也可能有差異。然而，若「財金專

家與企業專業經理人」對好公司股票與好股票有認知上的偏誤，則可能好公司與好股票的公司特質兩者接近，無法呈現出兩者的差別。故本研究利用市場風險、權益市值比、公司規模、本益比、成交量、週轉率等公司特質變數，驗證「財金專家與企業專業經理人」對好公司與好股票間是否存有認知偏誤的情形，而此現象是否會影響股票報酬表現。因此，本研究提出認知偏誤假說，主張即公司特質與認知偏誤有關，某一公司特質產生之實現報酬差異是因投資人認知偏誤造成的，而使報酬預期高的股票產生較低實現報酬。

在認知偏誤假說中，公司特質與實現報酬間之異常現象，是因投資人對股票報酬預期的認知偏誤而產生的結果，即市場投資人可能傾向認為有某種特質的股票之報酬較高，忽略其他可能會影響報酬的重要因素，而對此類股票報酬形成錯誤的預期。由於認知偏誤的結果，以致作成有偏誤的投資決定，常常使投資人對股票報酬預期高的股票而有較低的實現報酬，此現象也同時是主要造成股票市場上某些公司特質與實現報酬相關的原因。在此假說下，造成股票有較高報酬預期的公司特質與造成股票有較高實現報酬的公司特質有關，但這些公司特質對報酬之預期與實現報酬的影響關係可能不同（或相反）。

在此假說下，本研究相關的可驗證的虛無假設如下：

**H1**：投資人對好公司之認知會反應在公司特質變數上（例如：市場風險、權益市值比、公司規模與成交量等變數）。

- H2**：投資人對好股票之認知會反應在公司特質變數上（例如：市場風險、權益市值比、公司規模與成交量等變數）。
- H3**：投資人對好公司股票與好股票的認知並沒有顯著差異。
- H4**：好公司之股票報酬表現相較於較差公司之股票報酬表現不會有顯著差異。
- H5**：好股票之股票報酬表現相較於較差股票之股票報酬表現也不具顯著差異。
- H6**：由於投資人認知偏誤的結果，高報酬股票的特質與好公司的特質相同，但符號相反。

## 肆、研究方法

### 一、資料來源：

本研究所使用「好公司」與「好股票」之指標，是採用 1997 年至 2002 年天下雜誌所舉辦第三屆到八屆「標竿企業聲望調查」的調查結果。天下雜誌自 1994 年起，每年根據其所做的一千大企業排行及其他具公信力之企業排行為對象，挑選共 100 家，其中包含台灣主要二十一個產業，採用「同業及專家」評估方式，將問卷寄給同行業中的企業領導人及銀行、證券、投信及投顧等產業分析專家，共同評估公司的前瞻能力、創新能力、顧客導向及服務品質、營運績效、財務能力、人才培育、科技運用、國際營運能力、長期投資價值與企業公民責任等。並將此所得的結果量化

成各公司之「企業聲望」評分指標。因本研究預計以「長期投資價值」項目為好股票的參考依據，而資料庫中「長期投資價值」的資料至 1997 年以後才開始有此項評分，1994 年與 1996 年的調查中尚未有此項目（1995 年並沒有舉辦「標竿企業聲望調查」），所以本研究決定擷取 1997 年到 2002 年的資料為研究範圍。

本研究再以 1997 年至 2002 年中出現在天下雜誌「標竿企業聲望調查」被評選的上市上櫃公司為研究樣本，並收集台灣經濟新報資料庫之集中市場加權股價指數，與取樣的上市上櫃公司之每週報酬率資料，以計算個股的市場風險（ $\beta$ ）。同時也整理个股普通股權益市值（公司規模的替代變數）、權益市值比、成交量、週轉率與本益比等公司特質之週資料。在樣本中，去除掉資料不完整的公司且出現次數只有一次的公司後，共計自 1997 年至 2002 年的有效樣本公司分別有 31 家、41 家、36 家、44 家、45 家與 33 家，共 230 個有效樣本。

### 二、資料定義：

Shefrin and Statman (1995) 的研究指出，財金專家對股票報酬預期的高低會反應在投資人對股票長期投資價值的看法，所以當股票的「長期投資價值」評價愈高時，代表財金專家對未來報酬之預期相對較高，而一般投資人也傾向視為一好股票，故本研究以「標竿企業聲望調查」資料中的「長期投資價值」項目（VLT1）之評分為財金專家視一股票為「好股票」的替代變數。且本研究並以資料庫中十項評分的總平均分



表 1 研究變數定義彙總表

變數名稱	變數定義
好公司 (AVG/SIC)	分別以「標竿企業聲望調查」中十項總平均 (AVG) 及「前瞻能力」、「創新能力」與「顧客導向及服務品質」三項最重要成功企業指標之平均 (SIC) 為「好公司」的替代變數。
好股票 (VLTII)	「標竿企業聲望調查」中「長期投資價值」的評分 (VLTII) 「好股票」替代變數。
市場風險 ( $\beta$ )	利用樣本公司之個股連續複利週報酬率與市場報酬率以市場模型估計的市場風險。
公司規模 (ME)	樣本公司每年平均普通股權益市值
權益市值比 (B/M)	樣本公司每年 (普通股權益帳面價值+負債帳面價值) / (普通股權益市值+負債帳面價值) 均值
成交量 (VOLUME)	樣本公司每年平均股票成交張數
週轉率 (TURNOVER)	樣本公司每年平均 (成交量/普通股流通在外股數)
本益比 (P/E)	樣本公司每年平均之 (每股價格/普通股每股淨利)
實現報酬 (RT)	樣本公司每年 1 月到 12 月的持有報酬率 (buy-and-hold return)

數 (AVG) 為一公司為「好公司」的替代變數。因十項總平均的計算也涵蓋了「長期投資價值」，所以「長期投資價值」評分與十項評分的總平均間可能有共線性的問題 (multicollinearity)，而影響迴歸分析的結果與研究的客觀性。由於天下雜誌每年都會請專家或企業經理人評選其心目中認為一成功企業經營最重要的指標，而在每個年度中，專家與受訪企業認為「前瞻能力」、「創新能力」與「顧客導向及服務品質」是一成功企業經營的前三項最重要的指標，故本研究另定義資料庫中之「前瞻能力」、「創新能力」與「顧客導向及服務品質」三項評分 (SIC) 愈高時，投資人愈傾向認為是一家好公司，故本研究也採用 SIC 為另一「好公司」的替代變數，以避免因共線性問題所造成的誤差。

所以本研究以天下雜誌「標竿企業聲望調查」資料庫的資料，配合經濟新

報資料庫所提供的選樣之上市櫃公司的公司特質資料，利用 panel data 中的固定效果模型 (fixed effect model)，探討投資人對「好公司」與「好股票」認知之差異情形及對股票實現報酬的影響。表 1 整理了本研究所用的變數定義彙總表。

### 三、資料分析：

在研究期間中，樣本公司分別出現的次數，自 1997 年到 2002 年間，總計有 273 個的樣本，包含了 102 家公司。樣本中，連續 6 年皆被同業專家評選進入標竿企業的公司，總計有 16 家，被評選達 5 次的有 7 家，4 次的有 10 家 (如表 2 所示)，由於本研究以 panel data 中的固定效果模型為實證模型，故需把只出現一次的樣本公司剔除，再扣除資料不完整的公司，所以最後的研究樣本總計有 230 個，包含了 59 家公司。

表 2 樣本公司在 1997 至 2002 年間出現次數分析表

出現次數	1 次	2 次	3 次	4 次	5 次	6 次	小計
樣本家數	43 家	19 家	7 家	10 家	7 家	16 家	102 家

資料來源：本研究自行整理

表 3 研究樣本在 1997 年至 2002 年之各項敘述統計表

		年報酬率	好公司替代變數		長期投	系統風	市值	權益市	成交量	週轉率	本益比	
		(%)	AVG*	SIC*	*資價	險值	(十億	值比	(百萬	(%)		
					值	元)	值比	股)				
1997~ 2002 年	平均數	3.99	7.06	7.06	7.117	1.011	106.37	0.462	12.960	1.043	25.297	
	標準差	20.77	0.53	0.56	0.623	0.554	173.19	0.260	14.356	1.043	14.364	
	最小值	-59.92	6.20	5.97	5.910	-0.272	0.26	0.047	0.005	0.007	8.023	
(樣本 數： 230)	公司名	長榮航	光寶電	中國 商銀	日盛證	統一 超商	花王	華碩電	亞都 飯店	亞都 飯店	光寶	
	最大值	58.77	8.68	8.68	9.100	3.044	140.62	1.571	86.293	4.945	97.205	
		公司名	華碩電	台積電	台積電	台積電	鴻海	台積電	花王	聯電	友訊科	聯電

資料來源：\*表來自天下雜誌，其餘則計算自台灣經濟新報資料庫。

在研究樣本資料之敘述統計方面，表 3 列出各項敘述統計資料。在研究期間中所選取之標竿企業中，十項評分的總平均分數 (AVG) 最高的為台積電公司，若以「前瞻能力」、「創新能力」與「顧客導向及服務品質」三項最重要成功企業指標之平均 (SIC) 為「好公司」的替代變數，會發現台積電仍是最高的公司；而最具長期投資價值的公司亦為台積電公司；華碩電腦公司是研究期間中，股票年報酬率最高的公司。台積電公司雖被評等為最具企業前瞻能力與長期投資價值的公司，但並不是股票報酬率最高的公司。

另外，在樣本期間中，系統風險最高的公司為鴻海電子，最低者為統一超

商，且為負值。其為負值的可能原因有二：(1)用個股的報酬率資料計算的系統風險值的變異性較高；(2)可能因統一超商的產業特質而使其當風險增加時，期望報酬反而降低。權益市值比在研究期間最高的是花王公司的 1.5714 倍，表示該公司的普通股權益與負債的市值較帳面價值小很多，此隱含了公司的成長機會有限，此現象多出現在傳統產業中。權益市值比最小的是華碩電腦公司的 0.04656 倍，表示該公司的普通股權益與負債的市值較其帳面價值高出 21.477 倍，由此也可看出華碩電腦在台灣市場上受到投資人肯定與青睞的程度。

成交量則以半導體業中的聯電成交張數最高，亞都飯店則在成交量與週轉

表 4 1997~2002 年各年度研究之樣本公司

年代	樣本公司
1997	統一，台塑，南亞，台化，遠紡，東元，永豐餘，中鋼，盛餘，裕隆，中華，聯華，日月光，鴻海，矽品，台積電，友訊，旺宏，華邦，智邦，聯強，明基，宏碁，英業達，華碩，中信銀，統一超商，大華，元大京華，群益，花王等共 31 家。
1998	統一，台塑，南亞，台化，遠紡，東元，力山，復盛，永豐餘，中鋼，盛餘，裕隆，中華，光寶，聯華，台達，日月光，鴻海，仁寶，台積電，友訊，華邦，智邦，聯強，明基，宏碁，英業達，華碩，大陸工程，晶華酒店，中國商銀，中信銀，世華銀，統一超商，大華，元大京華，群益，富邦，日盛，花王，中鼎等共 41 家。
1999	統一，台塑，南亞，台化，遠紡，福懋，力山，永信，中鋼，盛餘，裕隆，中華，聯華，台達，日月光，華通，鴻海，仁寶，台積電，友訊，明基，宏碁，英業達，華碩，廣達，大陸工程，長榮，晶華酒店，開發，中國商銀，世華銀，統一超商，元大京華，群益，花王，中鼎等共 36 家。
2000	統一，台塑，南亞，台化，遠紡，福懋，永信，中鋼，裕隆，中華，和泰，聯華，台達，日月光，鴻海，仁寶，矽品，台積電，旺宏，華邦，智邦，聯強，明基，宏碁，英業達，華碩，技嘉，廣達，威盛，友立，大陸工程，長榮，晶華酒店，開發，中國商銀，中信銀，世華銀，建華銀，台新銀，統一超商，亞都，知本，元大京華，花王等共 44 家。
2001	統一，台塑，南亞，台化，遠紡，福懋，年興，復盛，中鋼，裕隆，中華，和泰，光寶，聯華，台達，華通，鴻海，仁寶，台積電，旺宏，華邦，聯強，明基，宏碁，英業達，華碩，技嘉，廣達，國碁，威盛，友立，晶華酒店，開發，中信銀，世華銀，建華銀，台新銀，統一超商，亞都，知本，元大京華，群益，富邦，日盛，花王等共 45 家。
2002	統一，台塑，南亞，台化，遠紡，福懋，年興，中鋼，裕隆，中華，和泰，台達，鴻海，仁寶，台積電，友訊，智邦，聯強，明基，宏碁，英業達，華碩，廣達，國碁，威盛，大陸工程，晶華酒店，中國商銀，中信銀，建華銀，統一超商，亞都，元大京華等共 33 家。

資料來源：本研究自行整理

率上都最低。本益比以光寶電子的 8.023 最低，聯電的 97.205 最高。本研究並將在各年度所採用的樣本公司明細整理如表 4 所示。

#### 四、實證方法：

因本研究以天下雜誌 1997 年到 2002 年間所評選的標竿企業為研究對象，且在研究期間被評選的企業在每年都有些許不同，故此資料型態為一種 unbalanced panel 的資料型態。在 panel data 的研究中，要考慮不同公司未被觀

察到的因素 (unobserved factors) 可能會影響欲研究的自變數 (如：公司規模、本益比…等) 與應變數間真正的關係，而使估計值產生偏誤 (biased) 和不一致的問題 (inconsistent)。一般而言，panel data 的研究包含固定效果 (fixed effect) 與隨機效果 (random effect) 兩種模型。固定效果模型允許個別公司未被觀察到的因素與要研究的自變數有關，而其本身可視為一參數，每個公司的個別效果隨時間之經過可視為固定不變，但不同公司間的個別效果並不同。隨機效果 (random effect) 模

型是假設個別公司未被觀察到的因素與要研究的自變數無關，且此未被觀察到的因素多半會服從某種分配型態的一種模型。

在本研究中，因未被觀察到的因素可能會影響欲研究的自變數，且亦無法預知可能服從的分配下，故利用固定效果模型來探討投資人對「好公司」與「好股票」認知之差異情形及對股票報酬的影響。設本研究實證問題的迴歸式表示為：

$$y_{it} = \beta x_{it} + a_i + u_{it} \quad (1)$$

$t = 1, \dots, T, \quad i = 1, \dots, I$

其中  $a_i$ ：未觀察到的  $i$  公司個別效果（固定效果）。

$u_{it}$ ：迴歸式的殘差

$$u_{it} \quad iid \quad cov(x_{it}, u_{it}) = 0$$

$$(1) \text{式也可寫成 } y_{it} = \beta x_{it} + v_{it} \quad (2)$$

其中  $v_{it} = a_i + u_{it}$

(2)式若以一般最小平方方法（OLS）估計時，需假定  $cov(x_{it}, v_{it}) = 0$  才會得一不偏和一致的估計值。但是當  $x_{it}$  與  $a_i$  有關係時，則  $cov(x_{it}, v_{it})$  則不能保證為零。若直接用 OLS 估計(2)式所得的估計值則會有偏誤和不一致的問題。

所以，若將(1)式中，對個別公司  $i$  在研究期間，在樣本中不同的出現頻率，先計算其平均值，使(1)式變成：

$$\bar{y}_i = \beta \bar{x}_i + a_i + \bar{u}_i \quad (3)$$

$$\text{其中 } \bar{y}_i = T^{-1} \cdot \sum_{t=1}^T y_{it} ; \quad \bar{x}_i = T^{-1} \cdot \sum_{t=1}^T x_{it} ;$$

$$\bar{u}_i = T^{-1} \cdot \sum_{t=1}^T u_{it}$$

將(1)式減(3)式，得：

$$y_{it} - \bar{y}_i = \beta (x_{it} - \bar{x}_i) + u_{it} - \bar{u}_i ,$$

$$t = 1, 2, \dots, T \quad (4)$$

(4)式可寫成：

$$Y_{it} = \beta(X_{it}) + U_{it} \quad (5)$$

其中

$\bar{y}_i$ ：個別公司  $i$  在研究期間應變數的均值

$\bar{x}_i$ ：個別公司  $i$  在研究期間自變數的均值

$\bar{u}_i$ ：個別公司  $i$  在研究期間利用 OLS 估計所得誤差之均值

$Y_{it} = y_{it} - \bar{y}_i$ ：個別公司  $i$  在研究期間之應變數扣除掉在研究期間均值的資料。

$X_{it} = x_{it} - \bar{x}_i$ ：個別公司  $i$  在研究期間自變數扣除掉在研究期間均值的資料。

$U_{it} = u_{it} - \bar{u}_i$ ：個別公司  $i$  在研究期間依 OLS 估計所得之殘差扣除掉在研究期間均值的剩餘殘差。

由(5)式可知，當資料利用其平均值扣除後（time-demeaned），個別公司之因素已被消除，故其對自變數的影響已被

表 5 好公司股票（以 AVG 為指標）的公司特質之實證（樣本數：230）

		AVG										
		模式 1	模式 2	模式 3	模式 4	模式 5	模式 6	模式 7	模式 8	模式 9	模式 10	模式 11
常數項	係數	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
	P 值	0.996	0.996	0.996	0.996	0.996	0.996	0.996	0.996	0.996	0.996	0.996
市場 風險	係數	-0.053						0.027	0.002	0.002	0.028	-0.005
	P 值	0.223						0.545	0.961	0.968	0.521	0.909
ln（公司 規模）	係數		0.341					0.333	0.289	0.403	0.319	0.345
	P 值		0.000*					0.000*	0.000*	0.000*	0.000*	0.000*
ln（權益市 值比）	係數			-0.212				-0.045	-0.083	0.055	-0.022	0.025
	P 值			0.000*				0.484	0.205	0.473	0.735	0.768
成交量	係數				0.010				0.008			0.005
	P 值				0.002*				0.022+			0.207
週轉率	係數					0.017				0.104		0.077
	P 值					0.649				0.023+		0.120
本益比	係數						0.002				0.001	0.001
	P 值						0.001*				0.059	0.101
統計 量	F 值	1.491	49.513	13.566	9.421	0.207	11.747	16.880	14.222	14.213	13.709	10.440
	P 值	0.223	0.000	0.000	0.002	0.649	0.001	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
	R <sup>2</sup>	0.006	0.178	0.056	0.040	0.001	0.049	0.183	0.202	0.202	0.196	0.219
	調整後 R <sup>2</sup>							0.172	0.188	0.188	0.182	0.198

資料來源：本研究之實證資料，\*：表示達 1% 的顯著水準；+：表示達 5% 的顯著水準。

扣除，則再進行 OLS 估計產生的估計值，即為一不偏和有效的估計值。

## 伍、實證結果分析

### 一、財金專家與企業專業經理人對好公司認知之實證

本研究首先探討財金專家與企業專業經理人對好公司認知之特質，檢視其心目中認為的好公司彼此是否具有共通的公司特質。故本研究利用 Fama and French (1993) 提出的三因子變數與市場投資人常用來評選股票的公司特質變數，如該公司的股票成交量、週轉率、本益比等變數，利用固定效果模型，探

表 6 好公司股票 (以 SIC 為指標) 的公司特質之實證 (樣本數 : 230)

		SIC										
		模式 1	模式 2	模式 3	模式 4	模式 5	模式 6	模式 7	模式 8	模式 9	模式 10	模式 11
常數項	係數	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
	P 值	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
市場 風險	係數	-0.015						0.049	0.025	0.023	0.050	0.016
	P 值	0.741						0.273	0.589	0.616	0.257	0.724
ln (公司 規模)	係數		0.316					0.293	0.249	0.365	0.280	0.311
	P 值		0.000*					0.000*	0.000*	0.000*	0.000*	0.000*
ln (權益 市值比)	係數			-0.258				-0.105	-0.143	-0.001	-0.083	-0.029
	P 值			0.000*				0.100	0.030+	0.985	0.197	0.735
成交量	係數				0.010				0.007			0.004
	P 值				0.005*				0.025+			0.234
週轉率	係數					0.051				0.108		0.083
	P 值					0.170				0.018+		0.095
本益比	係數						0.002				0.001	0.001
	P 值						0.001*				0.071	0.118
統計 量	F 值	0.110	41.632	20.691	8.195	1.897	11.888	16.035	13.520	13.701	12.972	9.991
	P 值	0.741	0.000	0.000	0.005	0.170	0.001	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
	R <sup>2</sup>	0.000	0.154	0.083	0.035	0.008	0.050	0.176	0.194	0.196	0.187	0.212
	調整後 R <sup>2</sup>							0.165	0.179	0.182	0.173	0.191

資料來源：本研究之實證資料，\*：表示達 1% 的顯著水準；+：表示達 5% 的顯著水準。

討財金專家與企業專業經理人心目中好公司的公司特質。表 5 和表 6 是分別使用不同好公司的替代變數，以固定效果模型估計其與各公司特質參數的關係，其中表 5 是使用十項指標的平均分數 (AVG) 為好公司的替代變數，而表 6 則使用一般財金專家認為一成功企業最重要的三因素—「前瞻能力」、「創新能力」與「顧客導向與服務品質」的平均分數 (SIC) 做為好公司的替代變數，檢

驗其與個別公司特質變數的迴歸分析結果。

由表 5 和表 6 的實證結果可發現，兩者彼此具有相當的一致性。就個別的公司特質而言，不論以十項評分的平均分數 (AVG) 或一般財金專家認為一成功企業最重要的三指標平均 (SIC) 為好公司的替代變數，皆可發現財金專家與企業專業經理人心目中的「好公司」分

別與公司規模、成交量、本益比呈顯著正相關，與權益市值比呈顯著負相關，且只有市場風險和週轉率與好公司特質間無明顯關聯（如表 5 和表 6 模式 1-6）。此隱含著就個別公司特質而言，一公司規模較大、成交張數較多、本益比相對較高與權益市值比較低的公司較易被財金專家與企業專業經理人視為好公司的代表。其中公司規模對「好公司」特質之解釋能力（ $R^2$ ）達 15% 以上之水準（如表 5 與表 6 模式 2），意指財金專家與企業專業經理人對好公司的認知中，公司規模佔著一極重要之因素。

當進一步將 Fama and French (1992, 1993) 三因子與其他變數同時置入迴歸式中，可發現除了市場風險及本益比與「好公司」間沒有顯著關聯外，公司規模、權益市值比、成交量、週轉率等變數會顯著影響財金專家與企業專業經理人對一好公司之評價（如表 5 和表 6 模式 7-11）。由以上的結果（規模式 1-11），可知，財金專家與企業專業經理人在評估好公司時，公司規模、權益市值比、成交量、週轉率與本益比都可能是影響其認定是否為好公司的重要因素。

## 二、財金專家與企業專業經理人對好股票認知的實證

本研究另一方面也探討財金專家與企業專業經理人對「好股票」認知的特質，且此認知與對「好公司」的股票認知之特質是否有差異。所以將天下雜誌「台灣百大標竿企業聲望調查」資料庫中之「長期投資價值」之評分（視為好股票之替代變數）為應變數，也對應前述所列之公司特質變數，探討長期投資

價值與公司特質間之關聯，所得結果如表 7 所示。

在表 7 中，若將個別公司特質變數分開考慮（如表 7 模式 1-6）會發現除了市場風險外，其他的變數皆與長期投資價值呈顯著相關性，其中公司規模、成交量、週轉率和本益比與長期投資價值間呈顯著正相關，權益市值比則與長期投資價值呈顯著負相關，且公司規模與權益市值比對長期投資價值之解釋能力（ $R^2$ ）分別高達 15.0% 和 17.8% 之水準（如表 7 模式 2-3）。所以若進一步把 Fama and French (1992, 1993) 三因子與其他公司特質變數同時置入模型中一起考慮，會發現解釋能力（調整後的  $R^2$ ）皆提昇到 22% 以上。在此模式下，市場風險仍然對長期投資價值沒有顯著影響，而公司規模愈大，權益市值比愈低的股票其長期投資價值顯著較高（如表 7 模式 7）。而其他因素對長期投資價值的影響中，即使在多元迴歸模型（如表 7 模式 8-11），亦可看出成交量與週轉率因素對理性投資人在評估對長期投資價值時的影響力。

若比較表 5、表 6 與表 7 的結果，可大致發現受訪者心目中認為好公司的特質與好股票的特質彼此類似。當一公司規模較大、股票成交張數較多時、股票本益比相對較高與權益市值比較低時，較有可能被視為一家好公司或好股票，亦即好公司與好股票的公司特質對財金專家與企業專業經理人而言是沒有顯著地差異。雖然如此，若再仔細綜合比較這些特質變數對好公司與好股票的解釋能力，會發現財金專家與企業專業經理人認為一好公司的公司規模必需夠大，而對一公司的權益市值的高低之重

表 7 好股票 (以 *VLTI* 為指標) 的公司特質之實證 (樣本數: 230)

		<i>VLTI</i>										
		模式 1	模式 2	模式 3	模式 4	模式 5	模式 6	模式 7	模式 8	模式 9	模式 10	模式 11
常數項	係數	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
	P 值	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
市場 風險	係數	0.032						0.075	0.042	0.018	0.076	0.013
	P 值	0.594						0.201	0.478	0.763	0.193	0.820
ln (公 司 規模) #	係數		0.424					0.316	0.257	0.475	0.304	0.435
	P 值		0.000*					0.000*	0.002*	0.000*	0.000*	0.000*
ln (權 益市 值 比)	係數			-0.514				-0.345	-0.396	-0.118	-0.325	-0.133
	P 值			0.000*				0.000*	0.000*	0.232	0.000*	0.233
成交量	係數				0.011				0.010			0.003
	P 值				0.017 <sup>+</sup>				0.022 <sup>+</sup>			0.529
週轉率	係數					0.189				0.238		0.220
	P 值					0.000*				0.000*		0.001*
本益比	係數						0.003				0.001	0.001
	P 值						0.001*				0.199	0.271
統 計 量	F 值	0.286	40.109	49.439	5.774	15.038	11.225	23.027	18.926	22.622	17.736	15.381
	P 值	0.594	0.000*	0.000*	0.017 <sup>+</sup>	0.000*	0.001*	0.000*	0.000*	0.000*	0.000*	0.000*
	R <sup>2</sup>	0.001	0.150	0.178	0.025	0.062	0.047	0.234	0.252	0.287	0.240	0.293
	調整後 R <sup>2</sup>							0.224	0.238	0.274	0.226	0.274

資料來源：本研究之實證資料，\*：表示達 1% 的顯著水準；+：表示達 5% 的顯著水準。

視程度明顯低於公司規模的重要性。同時可從表 5 與表 6 的複迴歸分析中，權益市值比並不顯著影響好公司的評分，而公司規模在所有的複迴歸分析模式皆呈顯著影響性的結果，也可看出財金專家與企業專業經理人在評選一好公司時非常重視公司規模的大小。另一方面，財金專家與企業專業經理人在評估一公司股票是否具長期投資價值（好股票）

時，其除了在乎公司規模大小外，也很重視權益市值比的高低，在簡單迴歸分析中，從 R<sup>2</sup> 原本只有 6% 或 8% 的水準（如表 5 與表 6 模式 3 所示），到 17.8% 的水準（如表 7 模式 3 所示），可看出財金專家與企業專業經理人在評選一好股票時，加重對公司的「權益市值比」重視的程度。故當本研究將相關的公司變數放入複迴歸模式中，可發現



表 8 財金專家與企業專業經理人對好公司與好股票認知的實證（樣本數：230）

係數	好公司的替代變數		好股票的替代變數			
	AVG	SIC	AVG	VLTI		
常數項	-0.0004	-0.0003	常數項	0.0006	0.0005	
VLTI	0.6455*	0.6212*	AVG	1.1949*		
			SIC	1.156*		
統計量	F 係數	768.8662	580.8165	F 係數	768.8662	580.8165
	p 值	0.0000	0.0000	p 值	0.0000	0.0000
	R <sup>2</sup>	0.7713	0.7181	R <sup>2</sup>	0.7703	0.7169

資料來源：本研究之實證資料。\*：表達 1% 的顯著水準

權益市值比在很多情形下，皆會顯著影響財金專家與企業專業經理人對好股票的評價（如表 7 模式 7、8、10 所示）。

### 三、財金專家與企業專業經理人對好公司與好股票認知之實證

本研究進一步將好公司的替代變數（AVG（或 SIC））與好股票的替代變數（VLTI）置入迴歸式中，檢視財金專家與企業專業經理人對好公司的認知與具長期投資價值的好股票之認知是否有顯著差別。由表 8 的結果可知，不論是 AVG（或 SIC）分別對應 VLTI 或是 VLTI 分別對應 AVG（或 SIC）之迴歸係數皆為正，且 p 值顯著，代表著受訪者認為具長期投資價值的好股票與好公司間有顯著正相關。而此二者之判定係數（R<sup>2</sup>）達 70% 以上。此結果表示對天下雜誌所抽樣的之財金專家與企業專業經理人而言，好公司與好股票間並沒有顯著差異。此結果再次地驗證市場財金專家與企業專業經理人在面對好公司和好股票時，易將好公司的股票視為好股票或將好股票視為好公司的股票機率非

常高。易言之，財金專家與企業專業經理人在看待好公司或好股票時，是沒有明顯地差異。

### 四、三因子模型的驗證

Fama and French（1992, 1993）提出除了個股的市場風險（ $\beta$ ）外，公司規模與權益市值比二變數是決定橫斷面股票實現報酬的重要因素。其中，公司規模與股票實現報酬呈負相關，權益市值比與股票實現報酬呈正相關，而市場風險與股票實現報酬間似沒有顯著關聯。由以上的實證，本研究已可大致推論財金專家與企業專業經理人易傾向將大公司規模、高成交量、高本益比與低權益市值比的公司或股票視為好公司或好股票的代表，即投資人對好公司股票與好股票的公司特質之認知並沒有顯著差異。因此，本研究進一步探討當財金專家與企業專業經理人根據這些公司特質選擇投資其心目中認為的好公司的股票或好股票時，是否會真正帶給投資人超額報酬。故本研究繼續以公司規模、權益市值比、成交量等公司特質變數為研究變數，檢視其與實現報酬間的關係

表 9 三因子模型台灣股票市場之實證 (樣本數: 230)

		股票實現報酬										
		模式 1	模式 2	模式 3	模式 4	模式 5	模式 6	模式 7	模式 8	模式 9	模式 10	模式 11
常數項	係數	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
	P 值	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
市場 風險	係數	0.043						0.039	0.034	0.032	0.040	0.030
	P 值	0.000*						0.000*	0.000*	0.000*	0.000*	0.000*
ln ( 公 司 規模 )	係數		-0.019					-0.009	-0.019	0.012	-0.010	0.003
	P 值		0.016+					0.291	0.037	0.210	0.241	0.757
ln ( 權 益市值 比 )	係數			-0.016				-0.013	-0.021	0.017	-0.011	0.010
	P 值			0.060				0.160	0.024+	0.116	0.234	0.423
成交量	係數				0.002					0.002		0.001
	P 值				0.002*					0.001*		0.116
週轉率	係數					0.036				0.031		0.027
	P 值					0.000*				0.000*		0.000*
本益比	係數						0.000				0.000	0.000
	P 值						0.423				0.307	0.491
統 計 量	F 值	55.133	5.927	3.584	9.806	55.246	0.645	19.099	17.938	21.867	14.590	15.224
	P 值	0.000*	0.016*	0.060*	0.002*	0.000*	0.423	0.000*	0.000*	0.000*	0.000*	0.000*
	R <sup>2</sup>	0.195	0.025	0.015	0.041	0.195	0.003	0.202	0.242	0.280	0.206	0.291
	調整後 R <sup>2</sup>							0.192	0.228	0.267	0.192	0.272

資料來源：本研究之實證資料，\*：表達 1% 的顯著水準；+：表達 5% 的顯著水準。

，所得結果如表 9 所示。

若將個別因素分開討論，可發現除了本益比不會影響實現報酬外，其他因素皆會顯著影響實現報酬（如表 9 模式 1-6）。其中，市場風險、成交量與週轉率對實現報酬的影響為正向，而公司規模與權益市值比對實現報酬的影響為負向關係。值得注意的是，財金專家與

企業專業經理人在評選一好公司或好股票時，並不是非常重視市場風險的大小，但市場風險確能解釋高達 19.5% 的實現報酬；另外，週轉率因素對解釋股票實現報酬也扮演非常重要的角色，亦有將近 20% 的解釋能力。而公司規模的效果，和 Fama and French (1992, 1993) 的結果一致其值愈大，實現報酬愈低；但權益市值比在 10% 的顯著水準

下與實現報酬間呈負相關，此與 Fama and French (1992, 1993) 的結果相反，而其解釋能力不高，僅達 1% 的水準。

當把三因子一起放入模型（如表 9 模式 7）可發現公司規模與權益市值比對實現報酬的影響變得甚不明顯，而市場風險對實現報酬仍有顯著的影響性；同樣地，若把三因子加入週轉率（如表 9 模式 9）會顯著提昇模型的解釋能力。

把表 9 的結果與之前表 5、表 6 與表 7 相比較可發現，財金專家與企業專業經理人所認知的好公司或好股票特質，與具有高實現報酬的股票特質不同。市場風險並不是財金專家與企業專業經理人評估一好公司或好股票之重要因素，但它卻是顯著影響股票實現報酬的關鍵。公司規模大的公司普遍會被認為是好公司或好股票，但卻有較低的實現報酬。由此可推論財金專家與企業專業經理人對好公司和好股票的認知相似而造成認知上的偏誤，使得公司特質與實現報酬的關係和公司特質與好公司或好股票的關係，產生不一致的情形。

## 陸、結論與建議

本研究以天下雜誌於 1997 年至 2002 年針對財金專家與企業專業經理人票選評分的「台灣百大標竿企業聲望調查」資料，利用行為財務學的觀點與橫斷面分析法中的固定效果模型，研究分析具專業背景的「同業與專家」人士（即所謂的財金專家與企業專業經理人

士），是否對好公司與好股票的看法有所差異。本研究同時利用公司規模、權益市值比、本益比等公司特質變數，驗證其對好公司與好股票之不同認知是否會影響其投資決策，而有不同的股票實現報酬。

本研究結果發現，具有專業背景的財金專家與企業專業經理人，認為好公司和好股票皆具有相同的公司特質，包括大公司規模、高股票成交量、高股票本益比與低權益市值比等公司特質變數。即財金專家與企業專業經理人對好公司股票與好股票的認知，並沒有顯著差異。但研究結果也指出財金專家與企業專業經理人所認為好公司或好股票之公司特質，與股票高實現報酬之公司特質並不相同。本研究結果也指出市場風險並不是財金專家與企業專業經理人評估一好公司或好股票之重要因素，但它卻是顯著影響股票實現報酬表現的關鍵。公司規模大的公司普遍會被認為是好公司或好股票，但卻有較低的實現報酬。

因此，本研究推論因投資人對好公司和好股票的認知相似所造成認知上的偏誤，使得投資人常選擇規模較大之公司股票投資，卻沒有顯著的報酬表現。實證結果也發現，真正可使投資人有較高股票報酬的重要因素，卻是投資人在一開始便不重視的市場風險，唯有同時考量市場風險此因素，才可使投資人具有較高的股票實現報酬。

## 誌謝

本研究承蒙中華民國國家科學委員會專題研究計畫（計畫編號：NSC-92-2626-H228-001 及 NSC-93-2416-H228-005）補助，謹此誌謝。

## 參考文獻

### 一、中文部份

1. 李銘仁(1996)，多空時期下公司本益比，淨值市價比與股票報酬率間關係之研究，未出版碩士論文，國立成功大學企業管理研究所。
2. 林天中(1997)，台灣股票市場三因子：系統風險、公司規模及淨值市價比實證研究，未出版碩士論文，國立清華大學經濟學研究所。
3. 張慧玲(1998)，台灣股市規模效果與股票報酬關係之實證研究，未出版碩士論文，淡江大學財務金融學研究所。
4. 雷雅淇(2000)，公司規模、股價、益本比、淨值市價比與股票超常報酬關係之實證研究，未出版碩士論文，國立中央大學企業管理研究所。
5. 蕭雅尤(2000)，風險與預期報酬之橫斷面分析-台灣股市之實證研究，未出版碩士論文，義守大學管理科學研究所。

### 二、英文部份

- Economics, 9, 3-18.
2. Basu, S. (1983) The relationship between earnings' yield, market value and return for NYSE common stocks: further evidence. Journal of Financial Economics, 12(1), 129-157.
3. Bauman, W. S., & Miller, R. E. (1997). Investor expectations and the performance of value stocks versus growth stocks. Journal of Portfolio Management, 23(3), 57-68.
4. Bhandaru, L. C. (1988). Debt/equity ratio and expected common stock returns: empirical evidence. The Journal of Finance, 43(2), 507-529.
5. Black, F., Jensen, M. & Scholes, M., (1972). The capital asset pricing model: some empirical tests. In M. Jensen (Ed.), Studies in the Theory of Capital Markets.
6. DeBondt, W. F. M., & Thaler, R. H. (1985). Does the stock market overreact? Journal of Finance, 40, 793-808.
7. DeBondt, W. F. M., & Thaler, R. H. (1987). Further evidence of investor overreaction. Journal of Finance, 42, 557-581.
8. Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. Journal of Finance, 47, 427-465.
9. Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns

- on stocks and bonds. Journal of Finance Economics, 33, 3-56.
10. Fama, E. F., & French, K. R. (1996). Multi-factor explanations of asset pricing anomalies. Journal of Finance, 51, 55-84.
11. Fama, E. F., & MacBeth, J. D. (1973). Risk, return and equilibrium: empirical tests. Journal of Political Economy, 81(3), 607-636.
12. Festinger, L. (1957). A theory of cognitive dissonance. Stanford, CA: Stanford University Press.
13. Fisher, K. L., & Statman, M. (2000). Cognitive biases in market forecasts. Journal of Portfolio Management, 27(1) 72-81.
14. Fromlet, H. (2001). Behavioral finance-theory and practical application. Business Economics, 36(3) 63-69.
15. Kahneman, D., & Tversky, A. (1973). On the psychology of prediction. Psychological Review, 80(4), 237-251.
16. Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: an analysis of decision under risk. Econometrica, 47, 263-291.
17. Lakonishok, J., Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1994). Contrarian investment, extrapolation, and risk. Journal of Finance, 49, 1541-1578.
18. Lindenberg, E. B., & Ross, S. A. (1981). Tobin's q ratio and industrial organization. Journal of Business, 54(1), 1-32.
19. Ritter, J. (2003). Behavior finance, Pacific-Basin Finance Journal, 11, 429-437.
20. Shefrin, H., & Statman, M. (1995). Making sense of beta, size, and book-to-market. Journal of Portfolio Management, 21(2), 16-34.
21. Shefrin, H. & Statman, M. (1998). Comparing expectations about stock returns to realized returns, Santa Uara University, unpublished paper.
22. Solt, M. E., & Statman, M. (1989). Good companies, bad stocks. Journal of Portfolio Management, 15(4), 39-45.
23. Statman, M. (1999). Behavioral finance: past battles and future engagements, Financial Analysts Journal, 55(6), 18-27.

**2004年04月19日收稿**

**2004年05月10日初審**

**2004年09月24日複審**

**2004年11月15日接受**