

情緒指標對台灣金融類股日報酬率之影響

The Impact of Investor Sentiment Indicators on the Financial Stock Returns in Taiwan

陳建宏(Chien-Hung Chen)
黃湘婷(Xiang-Ting Huang)
朝陽科技大學財務金融系

摘要

本研究主要探討情緒指標對台灣金融類股日報酬之影響，以台灣上市上櫃金融類股資料為對象，樣本包括台灣金控公司 15 家及台灣非金控公司 18 家二類，建立迴歸模型，探討各自變數對日報酬率之影響，得到以下的結論：

(1) 外資買賣超、投信買賣超、自營商買賣超、融資餘額，對日報酬率呈現顯著正向影響；融券餘額對日報酬率呈現顯著負向影響。

(2) 台灣金融控股公司外資買賣超、投信買賣超、自營商買賣超、融資餘額、融券餘額顯著家數高於台灣非金融控股公司。

關鍵詞：情緒指標；金融類股；三大法人買賣超；融資餘額；融券餘額

Abstract

This paper mainly explores the impact of investor sentiment indicators on the financial stock returns in Taiwan. The sample includes 15 financial holding companies and 18 non-financial holding companies. This paper hence refers to the overbought/oversold positions by foreign investors, investment trust companies and securities dealers, balance of margin loans and stock loans, as the independent variables for the investor sentiment indicators. The research period is from January 2014 to October 2019. The purpose is to explore the effects of investor sentiments on the returns on the Taiwanese stock market, and get the following empirical results:

(1) The overbought/oversold by foreign investors, investment trust companies and securities dealers, and balance of margin loans have a significant positive impact on the daily rate of return; the balance of stock loan has a significant negative impact on the daily rate of return.

(2) The number of the financial holding companies with significantly regression coefficients for overbought/oversold by foreign investors, investment trust companies and securities dealers, and the balance of margin loans and stock loan, are higher than that of the non-financial holding companies.

Keywords: Investor Sentiment; Financial Stocks; Institutional Investors Transactions; Balance of Margin Loan; Balance of Stock Loan

壹、緒論

Fama(1970)提出效率市場理論 (Efficient Market theory)，認為在效率市場中，投資人都是理性的，所有股價資訊都是公開的，獲得資訊無需負擔額外的費用，並且市場上沒有任何投資人的力量足以單獨影響股價的變動。在現實社會裡中仍然可以發現證券價格並非依照效率市場所言之合理狀態進行，有時還是會偏離合理狀態，造成市場上異常現象，例如：元月效應(January effect)、規模效應(size effect)、本益比效應(P/E effect)...

由於買賣股票的時機點沒人能準確掌握，大部分的投資者買賣股票可能會受到自身的情緒影響，投資人皆知逢高賣出逢低買進，但當股票下跌時，投資人因為害怕虧錢而立刻賣出，當市場出現熱絡股時，投資人會用高價去購買。另一方面，過去文獻關於投資人情緒指標研究個別類股大部分都會剔除金融股，原因是金融產業特性有別於其他產業，例如：借錢對一般產業來說是負債，對於金融產業卻是資產。金融股可以當定存股，有別於其他類股不會漲跌起伏很大，適合小資族或者想投資較穩定股票的投資人，因此本文以外資買賣超、投信買賣超、自營商買賣超、融資餘額、融券餘額等情緒指標，來探討台灣上市上櫃金融類股的股票報酬率是否受到情緒指標之影響。

貳、文獻探討

Brown and Cliff(2004)使用主成份分析法將所有的情緒代理變數組合成一個綜合情緒指標，探討情緒指標對於未來股票報酬率之預測效果，研究結果發現投資人情緒指標對於當期股票報酬率具有正向顯著影響，而短期未來股票報酬率為沒有影響。

Baker and Wurgler(2006)使用主成份分析將情緒代理變數組合成情緒指標，研究期間為 1963 年至 2001 年，研究結果發現，情緒指標對小型股、新發行股票、高波動性股票與低帳面市值比之未來股票報酬具有負面顯著影響，由此可知若期初投資人情緒低落，則往後就會獲得較高的報酬。

Wu (2010)將波動率溢價、IPO 數量、IPO 日報酬、周轉率四個變數合成台灣股市投資人情緒變數，研究期間為 2001 年至 2010 年，探討台灣股市投資人情緒指數變動量與台股大盤報酬之間的領先落後關係。研究結果顯示短時間內，台股大盤報酬會影響下一期的台灣股市投資人情緒指數變動量，長時間台灣股市投資人情緒指數變動量會影響四期後的台股大盤報酬，表示短期台灣股市投資人情緒指數變動量為大盤報酬之落後指標，長期則為大盤報酬之領先指標。

許智婷(2017)由融資融券餘額比及零股交易量組成情緒指標，研究方法為馬可夫狀態轉換模型，研究結果發現台股市場投資人情緒指標對電子產業股票報酬率與金融產業股票報酬在低波動時為正向顯著，表示電子產業和金融產業除了受自身的投資人情緒指標影響外，亦會受到台股市場投資人情緒影響。

詹士陞(2008)以向量自我迴歸模型中(Vector Auto regression model, VAR)的因果關係檢定(Granger causality test)，針對所建構的散戶投資人情緒指標與股價報酬之互動關係及影響情況加以探討。研究結果顯示(1)股價報酬對直接投資人情緒指標的影響，非常明顯；(2)股價報酬對間接投資人情緒指標的影響，則非常明顯。

王瑋豪(2011)以週轉率、融資變動比率、融券變動比率、上漲家數除以下跌家數、台灣 50 基金溢(折)價、IPO 首日報酬率與權證週轉率合成一個情緒指標。以主成份分析法為研究方法，研究結果顯示(1)投資人情緒與當期股票報酬間之係數為正向顯著。(2)投資人情緒對持有期間為三個月與六個月的動能策略報酬將有正向影響。由上述結果可知投資人情緒指標能解釋當期的股票報酬，但對於未來的動能策略報酬無預測能力，因此採用投資人情緒指標可能無法獲取超額報酬。

黃禹崙(2019) 使用投資人情緒指標包含台指選擇權 VIX 指數、週轉率、三大法人買賣超比及外資未平倉量 Put/Call Ratio。研究方法先以 ADF 單根檢定確保所有資料為定態後，以 White 檢定來檢測迴歸方程是否包含異質變異，再以 Newey-West HAC 估計式來調整複迴歸模型，最後以敏感性分析驗證前述實證結果的有效性，研究結果顯示(1)投資人情緒指標皆對台灣加權股價指數有顯著影響。(2)投資人情緒確實能解釋並預測股價變動。(3)在金融危機下投資人情緒更能明顯體現並預測股價走勢。

吳靜怡(2018)以市場週轉率、臺指選擇權波動率指數(VIX)、本益比、融資券餘額比例為研究投資人情緒代理變數，研究資料期間為 2008 年 1 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日，研究方法為複迴歸模型。研究結果顯示，市場週轉率、本益比的變動、市值與個股報酬率有顯著正向影響，然而台指選擇權波動率指數、資券餘額比例與個股報酬率有顯著負向影響，由此可知投資人情緒代理變數對股票報酬率有正向或反向的影響，市場週轉率及本益比的變動可做為市場正向指標，然而台指選擇權波動率指數、資券餘額比例可做為市場反向指標。

黃佩儀(2017)以台股指數賣權買權、券資比、外資買賣超及市場周轉率為情緒代理指標。研究資料期間為 2008 年 1 月 1 日至 2016 年 8 月 31 日。Granger 因果關係檢定顯示，報酬率會單向影響投資人情緒指標。複迴歸分析顯示，當期情緒指標與當期報酬率有正相關，即情緒指標上漲時報酬率也會跟著上揚。

林坤輝、趙士傑、賴建成(2011)以散戶投資人買賣壓力、散戶投資人週轉率、券資比、當日沖銷比率四個變數代表散戶投資人情緒指標。研究資料期間為 2005 年 3 月 1 日到 2008 年 2 月 29 日為，並進一步劃分多空頭期間。研究方法為 Grange 因果相關檢定及向量自我迴歸。研究結果發現，當日沖銷比率在多頭期間受到股價報酬影響呈現較顯著情況，券資比則是在空頭期間受到股價報酬影響比較明顯，衝擊反應方面，以股價報酬對散戶投資人買賣壓力及券資比的衝擊反應結果在初期呈現負向反應，而散戶投資人週轉率與當日沖銷比率的衝擊反應結果則在初期呈現正向反應。

張巧宜、張傳盛(2011)以期貨成交量與未平倉量、賣買權成交量比、與市場波動率指數為情緒代理變數。實證結果發現，全樣本期間時，同期現貨報酬、期貨成交量、期貨未平倉量皆與台股期貨報酬呈現正向關係，而賣買權成交量比與市場波動率指數則與台股期貨報酬為反向關係，顯示投資人情緒愈高，期貨報酬愈高。於空頭期間時，現貨與期貨的正向關係增強，另外，賣買權成交量比與期貨報酬之負向關係則會降低，顯示投資人情緒高低與期貨報酬受到空頭影響。總言之，投資人的情緒因素確實有助於解釋日內期貨報酬。

邱玟菁(2017)以台指選擇權未平倉量、成交量、波動率指數(VIX)及大額交易人未平倉部位比率等為情緒指標，研究方法為向量自我迴歸。研究結果顯示，大額交易人未平倉部位比率與台指期貨的報酬狀況呈現反向關係，選擇權波動率指數(VIX)、未平倉和選擇權成交量與台指期貨的報酬狀況為正向關係。

謝沛鈞(2008)以賣權買權未平倉量比、賣權買權成交量比、新編制 VIX 及融券融資比為情緒指標。研究資料期間為 2006 年 1 月 2 日至 2007 年 7 月 31 日。研究結果發現賣權買權未平倉量比、賣權買權成交量比和 VIX，與大台指期貨報酬之間呈現負相關，而券資比則與大台指期貨指數呈現正相關。

孫佩君(2014)以 Consensus Bullish Sentiment Index 為直接情緒指標，黃金期貨交易量、黃金期貨未平倉量、美元指數期貨、S&P 500 指數及 VIX 波動率指數為間接情緒指標。實證結果顯示(1)由分量迴歸結果可得知，低分量($\tau=0.10$)時，黃金期貨交易量之變動對其價格呈現顯著負相關。(2)T 檢定統計研究中發現，黃金期貨價格處於相對高水位時，下一期的報酬顯著為正，若價格處於相對低水位時，下一期的報酬顯著為負。

參、研究方法

一、研究樣本與研究期間

本研究以台灣經濟新報資料庫(TEJ)上市上櫃公司為研究對象，選取台灣金融控股與非金融控股公司，共 33 家上市上櫃公司，如表 3-1 所示。研究期間為 2014 年 1 月 1 日至 2019 年 10 月 31 日，使用之情緒指標包括外資買賣超、投信買賣超、自營商買賣超、融資餘額與融券餘額。資料來源為台灣經濟新報資料庫，本研究使用之投資人情緒變數與個股報酬率均為日資料。

表 3-1 本研究選取之金融控股與非金融控股公司一覽表

台灣金融控股				台灣非金融控股			
代號	名稱	代號	名稱	代號	名稱	代號	名稱
2880	華南金	2888	新光金	2801	彰銀	2838	聯邦銀
2881	富邦金	2889	國票金	2809	京城銀	2845	遠東銀
2882	國泰金	2890	永豐金	2812	台中銀	2849	安泰銀
2883	開發金	2891	中信金	2816	旺旺保	2850	新產
2884	玉山金	2892	第一金	2820	華票	2851	中再保
2885	元大金	5820	日盛金	2823	中壽	2852	第一保
2886	兆豐金	5880	合庫金	2832	臺產	2867	三商壽
2887	台新金			2834	臺企銀	2855	統一證
				2836	高雄銀	6005	群益證

不同市場狀態下，對於變數之間的影響也不盡相同，因此本研究將研究期間分成多頭與空頭時期，台灣加權股價指數高低點指數漲幅超過 15% 定義為多頭時期，跌幅超過 15% 定義為空頭時期，如圖 3-2 及表 3-3 所示，再分別探討多頭與空頭情緒指標對台灣金融控股公司與台灣非金融控股公司日報酬率之影響。

表 3-2 台股加權指數多頭與空頭區間劃分圖

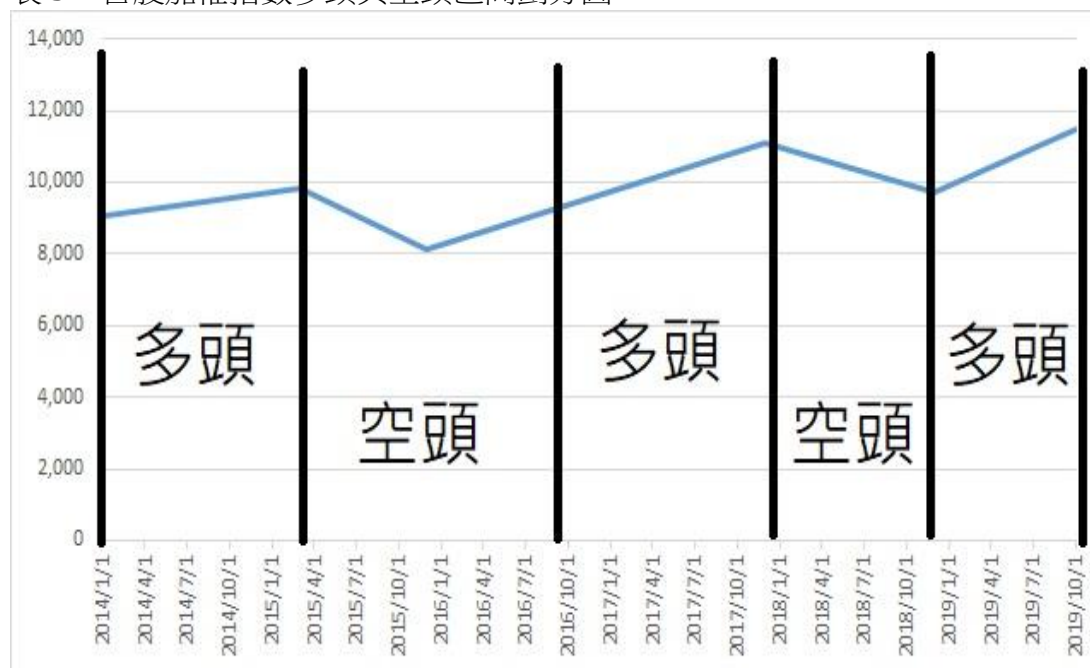


表 3-3 多頭與空頭市場時期劃分表

研究期間	指數區間	漲(跌)幅度	股市型態
2014/1/1-2015/3/31	8,462~9,820	15%	多頭
2015/4/1-2015/12/31	9,820~8,145	-15%	空頭
2016//1/1-2017/12/31	8,145~11,103	15%	多頭
2018/1/1-2018/12/3	11,103~9,727	-15%	空頭
2018/12/4-2019/10/31	9,727~11,489	15%	多頭

二、情緒指標

本文使用情緒指標定義如下：

1. 融資餘額、融券餘額

融資餘額、融券餘額計算公式如下：

融資餘額=昨日餘額+本日買進-本日賣出-現金償還

融券餘額=昨日餘額+本日賣出-本日買進-現券償還

蘇奕燾(2012)指出，股價報酬率越高或是負報酬率越低，皆會使融資買賣行為及融券賣出償還行為越明顯。因此本研究使用融資餘額、融券餘額作為情緒指標。

2. 三大法人買賣超

三大法人分別為外資、投信、自營商，三大法人買賣超計算如下：

外資買賣超=外資買進的張數-外資賣出的張數

投信買賣超=投信買進的張數-投信賣出的張數

自營商買賣超=自營商買進的張數-自營商賣出的張數

莊家睿(2017)實證結果顯示三大法人都對期貨市場有相當大的解釋力，其中外資更是最明顯。三大法人公開資訊對於台灣期貨市場是有解釋力，利用三大法人公開資訊的確可以提升交易品質改善原有的交易策略。而呂岳暘(2016)研究顯示在上市部份可依外資與投信買賣超做為投資人投資股市的進場依據，而在上櫃部份則可依投信及自營商買賣超做為投資人投資股市的進場依據。因此本研究以外資買賣超、投信買賣超、自營商買賣超為情緒指標。

三、多元迴歸模型

$$Y = \beta_0 + \beta_1\chi_1 + \beta_2\chi_2 + \beta_3\chi_3 + \beta_4\chi_4 + \beta_5\chi_5 + \varepsilon$$

其中：Y 為日報率

β_0 為迴歸模型的截距

χ_1 為外資買賣超

χ_2 為投信買賣超

χ_3 為自營商買賣超

χ_4 為融資餘額

χ_5 為融券餘額

ε 為殘差項

肆、實證分析

本文以台灣金融控股公司 15 檔及台灣非金融控股公司 18 檔為研究對象，探討情緒指標對於股票報酬率之影響。研究期間為 2014 年 1 月 1 日至 2019 年 10 月 31 日，資料均為日資料，每檔股票樣本數為 1428 筆。

一、敘述統計分析

由表 4-1 台灣金融控股公司敘述統計可以觀察出平均數中，三大法人買賣超以平均數，外資與自營商較大(絕對值)，其次為投信公司。在融資餘額與融券餘額方面，可以看出融資餘額高於融券約 24 倍，可以見得投資人信用交易金融控股公司股票較偏好使用融資的方式來操作。

表 4-1 金融控股公司敘述統計

應變數	平均數	標準差	最大值	最小值
日報酬率 %	0.04	1.06	9.95	-9.91
外資買賣超(千張)	-0.02	7.30	236.33	-190.58
投信買賣超(千張)	-0.01	0.94	63.86	-23.29
自營買賣超(千張)	-0.02	2.10	57.92	-130.01
融資餘額(千張)	33.53	38.40	256.91	1.36
融券餘額(千張)	1.37	4.26	89.48	0.00

由表 4-2 台灣非金融控股公司敘述統計可以觀察到就平均數而言，自營商買賣超平均數為三大法人買賣超當中最大的法人，代表自營商投資較偏好金融控股公司，其次為外資買賣超，最後為投信公司。在融資餘額與融券餘額方面，可以看出融資高於融券約 35 倍，可見投資人信用交易台灣非金融控股公司股票較偏好以融資的方式操作。

表 4-2 非金融控股公司敘述統計

應變數	平均數	標準差	最大值	最小值
日報酬率 %	0.028	1.034	10.000	-10.000
外資買賣超(千張)	0.037	1.533	38.454	-38.427
投信買賣超(千張)	-0.005	0.247	11.141	-8.092
自營買賣超(千張)	0.253	1.243	15.639	-25.161
融資餘額(千張)	8.873	12.510	80.514	0.000
融券餘額(千張)	0.248	1.475	35.132	0.000

二、全樣本期間迴歸結果分析

由表 4-3 可得知，在台灣金融控股公司方面，迴歸係數中外資買賣超皆為正向顯著影響，投信買賣超除了玉山金、元大金、台新金、第一金這四家金控公司以外大部分為正向顯著影響，。自營商買賣超只有玉山金為不顯著。

當投資人看好股票會使用融資的方式去買進股票，富邦金、玉山金、台新金、新光金的融資餘額為正向顯著影響，代表融資餘額上升時會使股票日報酬提高。投資人不看好股票時會借券賣出，等股票低價時再買進償還，賺取中間價差，合庫金的融券餘額為負向顯著影響，代表融券餘額上升時，股票日報酬率會下降。

由表 4-4 可得知，在台灣非金融控股公司部分，外資買賣超皆為正向顯著影響，投信買賣超正向顯著家數有 10 家，中壽、台產、聯邦銀、遠東銀、中再保、三商壽自營

商買賣超為正向顯著影響。而京城銀與安泰銀在融資餘額係數分別為為-0.025與-0.068，並且為顯著，可以見得投資人對這兩檔股票是偏向不看好，因此融資餘額上升時，股票日報酬率也不會提升。融券餘額群益證為負向顯著影響，代表融券上升時，股票報酬率會下降。

由表 4-5 台灣金融控股公司日報酬率迴歸結果係數符號與顯著性彙整表與 4-6 台灣非金融控股公司日報酬率迴歸結果係數符號與顯著性彙整表可以觀察出三大法人買賣超大部分為正向顯著影響，表示三大法人買賣超越大，台灣金融控股公司與台灣非金融控股公司之日報酬率越大，投資人若跟從三大法人買進股票，報酬有機會為正。台灣金融控股公司融資餘額正向顯著家數高於台灣非金融控股公司，融券餘額的顯著家數相差不大。

三、多頭與空頭迴歸結果

將表 4-5、4-6 以及，台灣金融控股公司與非金融控股公司之多頭與空頭時期日報酬率迴歸結果（因篇幅限制，略），及台灣金融控股公司與非金融控股公司之多頭與空頭時期日報酬率迴歸結果係數符號與顯著性彙整表（因篇幅限制，略），彙整成台灣金融控股公司與台灣非金融控股公司迴歸係數顯著家數如表 4-7 與 4-8，研究結果顯示外資買賣超的迴歸係數，不論是在多頭或是空頭期間全部都是正向顯著，外資多半以賺取穩定的收益為主要目標，加上金融類股高殖利率的現金股利發放，合乎外資的期待。

在台灣金融控股公司方面，投信買賣超的迴歸係數在空頭時顯著家數有下降的傾向，表示在空頭期間較多頭期間對市場較無法掌控。外資買賣超、自營商買賣超、融資餘額與融券餘額的迴歸係數，不論空頭時期或是多頭時期的顯著家數相差不大。

在台灣非金融控股公司方面，各應變數的迴歸結果顯著家數都是多頭時期高於空頭時期。台灣金融控股公司外資買賣超、投信買賣超、自營商買賣超、融資餘額、融券餘額等變數的顯著家數大於台灣非金融控股公司，表示各變數較能影響股本大的金控公司之日報酬率。

表 4-3 金融控股公司日報酬率迴歸結果

股票代碼	2880		2881		2882		2883		2884	
公司	華南金		富邦金		國泰金		開發金		玉山金	
係數及 p 值	係數	p 值	係數	p 值	係數	p 值	係數	p 值	係數	p 值
截距	-0.004	0.934	-0.041	0.517	0.107	0.067	0.021	0.683	0.019	0.703
外資買賣超	0.147	0.000	0.128	0.000	0.109	0.000	0.051	0.000	0.072	0.000
投信買賣超	0.144	0.050	0.247	0.000	0.084	0.008	0.041	0.004	-0.020	0.675
自營商買賣超	0.078	0.006	0.152	0.000	0.346	0.000	0.148	0.000	-0.012	0.135
融資餘額	-0.001	0.829	0.007	0.012	-0.001	0.638	-0.001	0.357	0.010	0.016
融券餘額	0.068	0.392	-0.011	0.330	-0.022	0.189	0.044	0.094	-0.020	0.247
調整的 R 平方	0.38		0.404		0.467		0.28		0.263	
觀察值個數	1428		1428		1428		1428		1428	
股票代碼	2885		2886		2887		2888		2889	
公司	元大金		兆豐金		台新金		新光金		國票金	
係數及 p 值	係數	p 值	係數	p 值	係數	p 值	係數	p 值	係數	p 值
截距	0.088	0.157	0.081	0.036	-0.010	0.824	-0.164	0.215	0.064	0.050
外資買賣超	0.046	0.000	0.081	0.000	0.108	0.000	0.058	0.000	0.016	0.000
投信買賣超	0.026	0.565	0.085	0.000	-0.042	0.590	0.048	0.006	0.477	0.000
自營商買賣超	0.202	0.000	0.035	0.000	-0.021	0.000	0.222	0.000	0.488	0.003
融資餘額	-0.002	0.328	-0.005	0.112	0.002	0.033	0.002	0.100	-0.004	0.091
融券餘額	0.000	0.931	0.029	0.023	-0.005	0.777	0.002	0.437	0.332	0.035
調整的 R 平方	0.245		0.307		0.331		0.338		0.03	
觀察值個數	1428		1428		1428		1428		1428	
股票代碼	2890		2891		2892		5820		5880	
公司	永豐金		中信金		第一金		日盛金		合庫金	
係數及 p 值	係數	p 值	係數	p 值	係數	p 值	係數	p 值	係數	p 值
截距	-0.012	0.806	-0.034	0.461	0.038	0.154	0.183	0.006	0.003	0.912
外資買賣超	0.081	0.000	0.052	0.000	0.083	0.000	0.755	0.000	0.122	0.000
投信買賣超	0.119	0.023	0.046	0.004	0.028	0.241	0.317	0.008	0.139	0.054
自營商買賣超	0.072	0.000	0.048	0.000	0.025	0.001	1.049	0.000	-0.119	0.000
融資餘額	0.002	0.112	0.001	0.162	-0.001	0.204	-0.013	0.016	-0.001	0.467
融券餘額	-0.009	0.603	0.010	0.055	-0.002	0.601	-0.191	0.001	0.011	0.404
調整的 R 平方	0.247		0.331		0.351		0.173		0.358	
觀察值個數	1428		1428		1428		1428		1428	

表 4-4 非金融控股公司日報酬率迴歸結果

股票代碼	2801		2809		2812		2816		2820	
公司	彰銀		京城銀		台中銀		旺旺保		華票	
係數及 p 值	係數	p 值	係數	p 值	係數	p 值	係數	p 值	係數	p 值
截距	0.090	0.026	0.144	0.005	0.004	0.876	0.039	0.695	0.063	0.023
外資買賣超	0.106	0.000	0.570	0.000	0.277	0.000	11.666	0.000	0.333	0.000
投信買賣超	0.026	0.632	1.325	0.001	0.150	0.072	16.261	0.208	0.213	0.585
自營商買賣超	-0.006	0.821	-0.037	0.337	0.025	0.462	-2.679	0.158	-0.113	0.266
融資餘額	-0.004	0.155	-0.025	0.011	-0.001	0.531	-0.031	0.249	-0.010	0.408
融券餘額	-0.053	0.387	-0.035	0.862	-0.005	0.747	2.489	0.002	0.391	0.521
調整的 R 平方	0.144		0.139		0.147		0.103		0.111	
觀察值個數	1428		1428		1428		1428		1428	

股票代碼	2823		2832		2834		2836		2838	
公司	中壽		臺產		臺企銀		高雄銀		聯邦銀	
係數及 p 值	係數	p 值	係數	p 值	係數	p 值	係數	p 值	係數	p 值
截距	0.038	0.682	0.037	0.221	0.065	0.202	-0.094	0.032	0.021	0.522
外資買賣超	0.191	0.000	4.370	0.000	0.127	0.000	2.049	0.000	0.780	0.000
投信買賣超	0.173	0.000	5.940	0.003	0.118	0.017	1.078	0.115	-0.279	0.516
自營商買賣超	0.161	0.000	1.419	0.019	0.016	0.487	0.599	0.526	0.963	0.000
融資餘額	0.001	0.673	-0.027	0.472	-0.002	0.113	0.008	0.248	0.002	0.592
融券餘額	0.001	0.943	4.668	0.047	0.004	0.337	9.612	0.000	-0.419	0.342
調整的 R 平方	0.322		0.101		0.277		0.184		0.191	
觀察值個數	1428		1428		1428		1428		1428	

股票代碼	2845		2849		2850		2851		2852	
公司	遠東銀		安泰銀		新產		中再保		第一保	
係數及 p 值	係數	p 值	係數	p 值	係數	p 值	係數	p 值	係數	p 值
截距	0.030	0.296	0.145	0.007	0.005	0.933	0.048	0.126	0.055	0.123
外資買賣超	0.135	0.000	1.014	0.000	2.725	0.000	3.048	0.000	4.595	0.000
投信買賣超	0.285	0.000	6.162	0.068	3.512	0.275	6.340	0.069	3.227	0.389
自營商買賣超	0.289	0.000	1.697	0.364	-4.687	0.000	3.169	0.042	-9.864	0.092
融資餘額	0.000	0.799	-0.068	0.000	-0.065	0.499	0.018	0.767	-0.019	0.106
融券餘額	-0.008	0.171	4.240	0.001	78.965	0.000	-4.531	0.597	-1.772	0.733
調整的 R 平方	0.093		0.041		0.111		0.062		0.036	
觀察值個數	1428		1428		1428		1428		1428	

股票代碼	2867		2855		6005	
公司	三商壽		統一證		群益證	
係數及 p 值	係數	p 值	係數	p 值	係數	p 值
截距	-0.054	0.559	-0.046	0.631	0.048	0.306
外資買賣超	0.471	0.000	1.422	0.000	0.235	0.000
投信買賣超	-2.216	0.000	1.244	0.006	0.362	0.012
自營商買賣超	0.559	0.005	7.144	0.664	-0.551	0.633
融資餘額	0.002	0.766	0.000	0.986	-0.002	0.599
融券餘額	0.003	0.964	1.357	0.089	-0.281	0.082
調整的 R 平方	0.12		0.117		0.069	
觀察值個數	1428		1428		1428	

表 4-5 金融控股公司日報酬率迴歸結果係數符號與顯著性彙整表

股票代碼	2880	2881	2882	2883	2884
公司	華南金	富邦金	國泰金	開發金	玉山金
係數符號及顯著性	係數 符號 顯著性	係數 符號 顯著性	係數 符號 顯著性	係數 符號 顯著性	係數 符號 顯著性
外資買賣超	+ ***	+ ***	+ ***	+ ***	+ ***
投信買賣超	+ **	+ ***	+ ***	+ ***	
自營商買賣超	+ ***	+ ***	+ ***	+ ***	
融資餘額		+ **			+ **
融券餘額				+ *	
股票代碼	2885	2886	2887	2888	2889
公司	元大金	兆豐金	台新金	新光金	國票金
係數符號及顯著性	係數 符號 顯著性	係數 符號 顯著性	係數 符號 顯著性	係數 符號 顯著性	係數 符號 顯著性
外資買賣超	+ ***	+ ***	+ ***	+ ***	+ ***
投信買賣超		+ ***		+ ***	+ ***
自營商買賣超	+ ***	+ ***	- ***	+ ***	+ ***
融資餘額			+ **	+ *	- *
融券餘額		+ **			+ **
股票代碼	2890	2891	2892	5820	5880
公司	永豐金	中信金	第一金	日盛金	合庫金
係數符號及顯著性	係數 符號 顯著性	係數 符號 顯著性	係數 符號 顯著性	係數 符號 顯著性	係數 符號 顯著性
外資買賣超	+ ***	+ ***	+ ***	+ ***	+ ***
投信買賣超	+ **	+ ***		+ ***	+ *
自營商買賣超	+ ***	+ ***	+ ***	+ ***	- ***
融資餘額				- **	
融券餘額		+ *		- ***	

註：1.*表示達 10%顯著水準，**表示達 5%顯著水準，***表示達 1%顯著水準

2.上表外資買賣超正係顯著家數共 15 家，投信買賣超正係顯著家數共 11 家，自營商買賣超正係顯著家數共 12 家，融資餘額正係顯著家數共 4 家，融券負係顯著家數共 1 家

表 4-6 非金融控股公司日報酬率迴歸結果係數符號與顯著性彙整表

股票代碼	2801	2809	2812	2816	2820
公司	彰銀	京城銀	台中銀	旺旺保	華票
係數符號及顯著性	係數 符號	係數 符號	係數 符號	係數 符號	係數 符號
外資買賣超	+	+	+	+	+
投信買賣超	***	***	***	***	***
自營商買賣超		+	+		
融資餘額		***	*		
融券餘額		-		+	
		**		***	
股票代碼	2823	2832	2834	2836	2838
公司	中壽	臺產	臺企銀	高雄銀	聯邦銀
係數符號及顯著性	係數 符號	係數 符號	係數 符號	係數 符號	係數 符號
外資買賣超	+	+	+	+	+
投信買賣超	***	***	***	***	***
自營商買賣超	+	+	+		+
融資餘額	***	***	**		***
融券餘額		+		+	
		**		***	
股票代碼	2845	2849	2850	2851	2852
公司	遠東銀	安泰銀	新產	中再保	第一保
係數符號及顯著性	係數 符號	係數 符號	係數 符號	係數 符號	係數 符號
外資買賣超	+	+	+	+	+
投信買賣超	***	***	***	***	***
自營商買賣超	+	+	-	+	-
融資餘額	***	*	***	*	*
融券餘額		-	+	**	
		***	***		
		+			
股票代碼	2867	2855	6005		
公司	三商壽	統一證	群益證		
係數符號及顯著性	係數 符號	係數 符號	係數 符號		
外資買賣超	+	+	+		
投信買賣超	***	***	***		
自營商買賣超	-	+	+		
融資餘額	***	***	**		
融券餘額	+				
		+	-		
		*	*		

註：1.*表示達 10%顯著水準，**表示達 5%顯著水準，***表示達 1%顯著水準

2.上表外資買賣超正係顯著家數共 18 家，投信買賣超正係顯著家數共 10 家，自營商買賣超正係顯著家數共 6 家，融資餘額正係顯著家數共 0 家，融券負係顯著家數共 1 家

表 4-7 金融控股公司全樣本期間、多頭與空頭期間迴歸係數顯著家數

迴歸係數	全樣本期間	顯著家數	
		多頭時期	空頭時期
外資買賣超	15	15	15
投信買賣超	11	11	2
自營買賣超	12	11	11
融資餘額	4	3	1
融券餘額	1	4	1

表 4-8 金融控股公司全樣本期間、多頭與空頭期間迴歸係數顯著家數

迴歸係數	全樣本期間	顯著家數	
		多頭時期	空頭時期
外資買賣超	18	18	18
投信買賣超	10	8	1
自營買賣超	6	7	6
融資餘額	0	1	1
融券餘額	1	2	1

伍、結論

個人的投資往往不理性，且無法影響股票的價格，再加上投資人的資訊是比較落後，容易因為股市的風吹草動就做出不理性的決定。例如：當股價下跌時投資人會害怕虧損而低點賣出，或是聽信親朋好友以及媒體的大肆報導去做出不理性的決策，這些都是造成投資失利的原因。故本研究以外資買賣超、投信買賣超、自營商買賣超、融資餘額與融券餘額情緒指標為自變數，以 2014 年 1 月 1 日至 2019 年 10 月 31 日為研究期間，探討外資買賣超、投信買賣超、自營商買賣超、融資餘額與融券餘額對台灣金融類股日報酬率之影響。

研究結果發現三大法人買賣超大多為正向顯著影響，表示三大法人買賣超越大，台灣金融控股公司與台灣非金融控股公司之日報酬率越大，此與楊世璋(2018)三大法人連續買(賣)超之股票呈現顯著之正(負)報酬，三大法人進出行為確實與報酬率有顯著關係，研究結果一致。外資買賣超在全樣本期間、多頭期間與空頭期間全部皆正向顯著表示投資人可以參考外資的進出行為變化做參考，是有機會可以獲利。融資餘額與融券餘額的顯著家數並不多，可能是因為金融類股股價不會像電子股起伏波動較大，故不適用融資與融券的方式去做操作，由此可得知這兩個自變數對影響金融類股日報酬率並不大。

參考文獻

- Fama, E. F. (1970) Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(5), 383-417
- Baker, M & Wurgler, J. (2006) Invest sentiment and the cross section of stock returns. *Journal of Finance*, 61(4), 1645-1680.
- Brown, G. W. & Cliff, M. T. (2004) Investor sentiment and the near-term stock market. *Journal of Empirical Finance*, 11(1), 1-27.

- 王瑋豪(2011)，投資人情緒指標與股票報酬之研究，國立臺北大學會計系碩士論文。
- 吳靜怡(2018)，投資人情緒與臺灣股票報酬之實證研究，國立中央大學財務金融系碩士論文。
- 呂岳暘(2016)，探討三大法人買賣超對股票報酬之影響，國立高雄大學國際高階經營管理系碩士論文。
- 林坤輝、趙士傑、賴建成(2011)，臺灣散戶投資人與上市公司股價報酬關係之研究，遠東學報，28 卷 3 期，209-241。
- 邱玟菁(2017)，情緒指標對期貨市場預測效果之研究-以台股指數期貨為例，輔仁大學金融與國際企業系碩士論文。
- 孫佩君(2014)，情緒指標對黃金期貨價格的影響，國立中央大學財務金融系碩士論文。
- 張巧宜、張傳盛(2011)，多空期間投資人情緒與臺股期貨報酬關係，期貨與選擇權學刊，4 卷 2 期，113-138。
- 莊家睿(2017)，三大法人資訊對於大盤指數的解釋力及期貨市場的報酬率-以台灣加權指數為例，國立交通大學財務金融系碩士論文。
- 許智婷(2018)，投資人情緒指標對股票報酬之影響：以台灣加權股票指數與產業加權股票市場為例，國立嘉義大學應用經濟學系碩士論文。
- 黃佩儀(2017)，投資人情緒與股票報酬率之關聯性，大葉大學國際企業管理系碩士論文。
- 黃禹崴(2019)，投資人情緒指標對台股大盤報酬之影響-以台灣加權股價指數為例，國立臺灣科技大學財務金融系碩士論文。
- 詹士陞(2008)，散戶投資者情緒與上櫃公司股價報酬率關係之研究，國立屏東科技大學財務金融系碩士論文。
- 謝沛鈞(2008)，情緒指標於大台指期貨市場之運用-以賣買權比、VIX 與融券融資比為例，朝陽科技大學財務金融系碩士論文。
- 蘇奕燿(2012)，台灣股市融資融券行為之分析，輔仁大學金融與國際企業系碩士論文。