

# 絕聖棄智，民利百倍： 談投資心理學

31<sup>st</sup> March, 2023

台東大學

羅仙法

逢甲大學財務金融學系教授



# 金融投資與實質投資

- 股票與股票型基金
- 債券與債券型基金
- 避險基金(hedge fund)
- 實質投資(森林、土地、建物、機器設備)

# 金融投資的特質

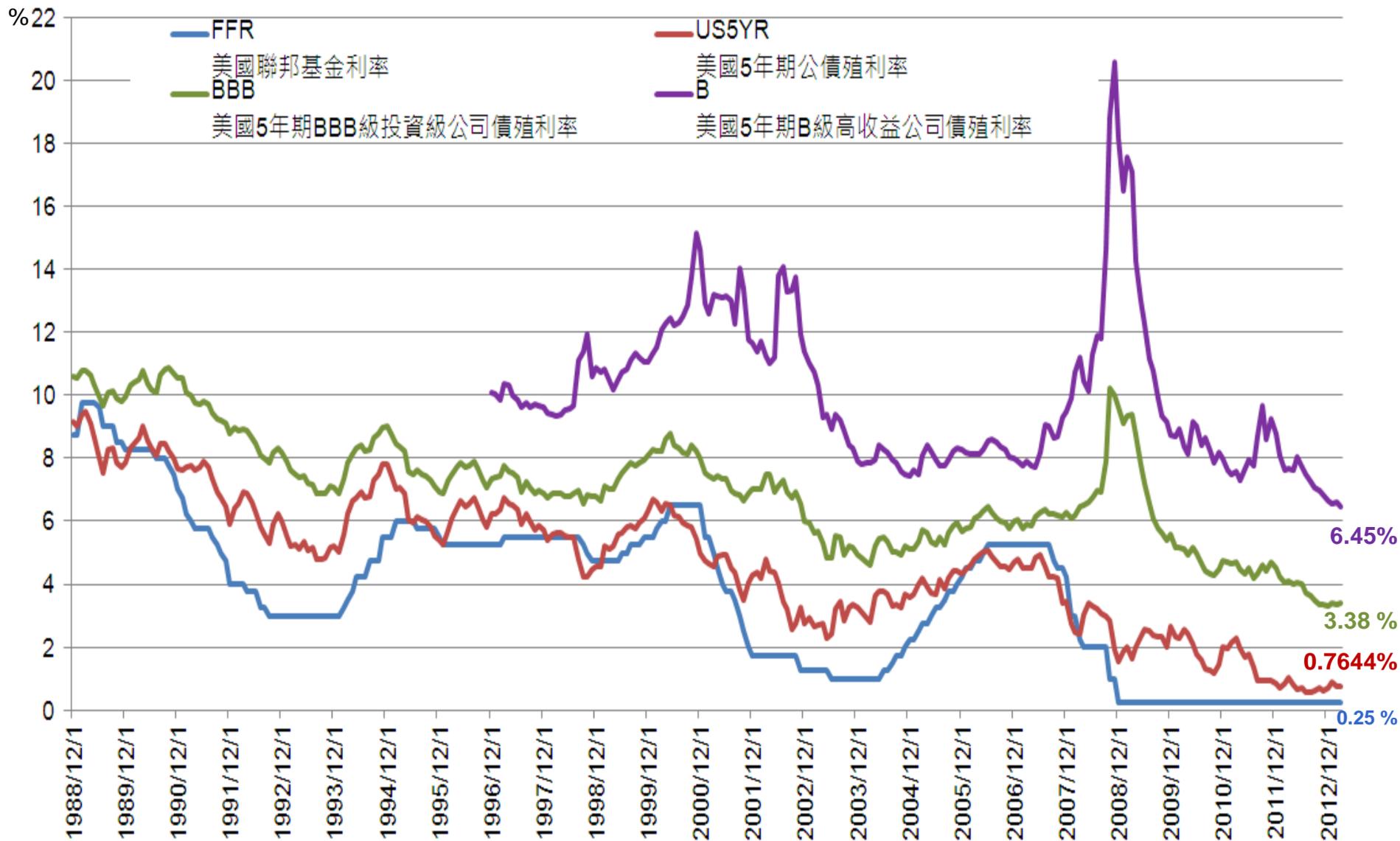
- 流動性
- 存續期間
- 波動度
- 投資報酬率
- 股利折現模式( $P = \frac{r_1}{1+i} + \frac{r_2}{(1+i)^2} + \dots$ )
- $e^x = 1 + \frac{x}{1!} + \frac{x^2}{2!} + \frac{x^3}{3!} + \dots, -\infty < x < \infty$



# 股利折現模式的決定因素

- 總體經濟因素( $i$ )
- 產業的未來性( $r$ )
- 公司的獲利展望( $r$ )
- 投資人的心理因素( $r, i, \dots$ )

# US 聯邦基金、5年期公債、BBB投資級債 & B 級債利率走勢 1988/12/31~2013/03/29





# 投資心理學

■ 知己知彼，百戰不殆 — 孫子

## Question 1.

- 您十月中出國前，聽第四台老師介紹，買了單價\$100的股票10張，昨天返國，看到股價只剩\$50！帳面損失五十萬元！心中大罵#\* @x!%！正愁眉苦臉的坐在電腦螢幕前，無法決定要不要賣掉。游標就停在「賣掉」的按鈕上，但卻沒有勇氣點下去。請問，您最終選擇「賣」還是「不賣」？

〈引自：別當正常的傻瓜/奚愷元/久石文化 2006〉



## Question 2.

- 您正徘徊時，電話響了，您就跑去接電話。接完電話回到電腦螢幕前，看到您女朋友神情慌張的告訴您，她不小心按了Enter 鍵，您的股票全出清了！五十萬元賠掉了！請問，您是否立即將全部股票買回來？「買」還是「不買」？

〈引自：別當正常的傻瓜/奚愷元/久石文化 2006〉



## Question 3.

- 您到澳門接了一個專案，辛苦了一個 month，賺到十萬元。澳門的朋友對您說，難得到澳門一趟，拿十萬元到賭場賭二十一點，試試運氣吧！您是去，還是不去？

〈引自：別當正常的傻瓜 / 奚愷元 / 久石文化 2009〉



## Question 4.

- 您到澳門接一個專案，住在澳門旅店，意外抽到澳門旅遊局的大獎，十萬元！澳門的朋友對您說，難得到澳門一趟，拿十萬元到賭場賭二十一點，試試運氣吧！您是去，還是不去？

〈引自：別當正常的傻瓜/奚愷元/久石文化 2009〉



# 心理帳戶

- 把實際上客觀等價的支出或收入，在心理上劃撥到不同的帳戶中去。
- 心理帳戶的存在，影響人們以不同的態度對待相同的支出與收入，從而做出不同的決策與行為。
- 收入的來源不同，導致消費傾向與風險態度不同，所以有賭資效應 (house money effect)。

## Question 5.

- 從台中火車站到逢甲大學，可以搭22路或31路的公車。22路與31路的公車沿著台灣大道，分別位於市府路的東邊與西邊。昨天，您在市府路的西邊等31路公車，等了二十分鐘，車子還不來！路過的婦人告訴您，31路的公車很難等，不如過市府路等22路的公車！您不信，留在原處繼續等，結果，22路的公車來了！隔著紅燈過不去。等到綠燈亮時，22路的公車開走了！坐不上車，您很生氣！這是第一種氣。

## Question 6.

- 承上題，您相信婦人的建議，過了市府路等22路的公車。結果，31路的公車來了！公車過了市府路，紅燈亮了起來！您過不了市府路，等到綠燈亮時，31路的公車開走了！  
坐不上車，您很生氣！這是第二種氣。哪一種氣比較氣？第一種氣？還是第二種氣？

# 沉沒成本(一)

- 已經發生而且不可收回的支出，如金錢、時間、精力、情感等均稱為沉沒成本。
- 一般人通常都會想用「把事情進行下去」的方式，來挽回沉沒成本。
- 一般人將「沉沒成本」納入決策考量是因為不願意接受先前投入的資金已經虧損的事實；不願意承認自己犯了錯。



## 沉沒成本(二)

- Let bygones be bygones.
- 投資與否應決定於：投資標的的未來、股票的趨勢、風險承受度、備選投資方案與資金需求，而非沉沒成本。
- 二〇一一年宏達電的例子。

## Question 7.

- 王小姐今年30歲，是名職業婦女。她在大學時，擔任過很多學生會的職務，人很聰明，仗義執言，辯才無礙，好打抱不平。您認為，下列有關王小姐職業的陳述，依可能性由大到小排列，其順序應該是？
  - 一、王小姐是個銀行職員。
  - 二、王小姐是個記者。
  - 三、王小姐是個參與女權運動的銀行職員。
  - 四、王小姐是個從事女權運動的記者。



## Question 8.

- 有一個丟骰子的遊戲，賠率6倍。現在骰子已經擲下，要您下注，您下注嗎？



## Question 9.

■ 現在骰子在您手上，  
請您投擲，並下注。您下注嗎  
？

# 過度自信

- 正常人通常都會有過度自信的現象。
- 因為過度自信，通常對計劃過於樂觀、在金融市場上交易過於頻繁、常常打沒有把握的仗、易有知識幻覺、自我歸因謬誤、忽視事前機率等等非理性的行為，因此影響決策品質。
- 多算勝，少算不勝，而況於無算乎！
- 人有二十難(廣學博究難、除滅我慢難)。

# 宏達電





## Question 10.

- 年終尾牙您中獎了，必須要在下列兩個方案中擇一。〈A〉100%的機率得到10,000元。〈B〉50%的機率得到20,000元，50%的機率什麼也沒有。請問，您會選擇哪一個方案？

〈引自：別當正常的傻瓜/奚愷元/久石文化  
2006〉



## Question 11.

- 假設您因作業疏忽，面對懲處，必須要在下列兩個方案中擇一。〈A〉確定賠錢10,000元。〈B〉50%的機率賠錢20,000元，50%的機率不受處罰。請問，您會選擇哪一個方案？

〈引自：別當正常的傻瓜/奚愷元/久石文化  
2006〉



## Question 12.

- 下面兩個賭局，請問您會選擇哪一個？  
甲：80%的機會賺4,000元、20%的機會什麼也賺不到。  
乙：100%的機會穩賺3,000元。



## Question 13.

■ 下面兩個賭局，請問您會選擇哪一個？

甲：80%的機會賠4,000元、20%的機會不會賠錢。

乙：100%的機會穩賠3,000元。

# 風險決策理論(一)

- 期望值與機率
- 期望效用理論 (風險中立、 風險趨避或偏好)。
- 風險趨避與邊際效用遞減法則是一體的兩面，其效用曲線必然是個凹(concave)函數。
- 展望理論，其要點有四：
  - 一、正常人通常於面臨獲利時是風險趨避的。  
在面對獲利時，相較於不確定的結果，投資人會比較偏好確定的結果。此即所謂確定效果！  
(certainty effect)
  - 二、正常人通常於面臨損失時是風險偏好的。  
在面臨損失時，有風險愛好的傾向；而在面對獲利時，卻有風險趨避的傾向。此即所謂反射效應！  
(reflection effect)！

## 風險決策理論(二)

三、得失的判斷是依據參考點決定的。

投資人習慣性地以買進的價格或買進後所曾經見過的最高價為參考點。

此外，低標準的目標使人謹慎從事，高標準的目標使人敢於冒險。

不同的目標利潤〈參考點〉將影響投資人對投資方案的選擇。



## Question 14.

- 您除夕夜拿到了500元的壓歲錢，隔日春節出遊，看到一個拋硬幣的賭博遊戲。正面贏，得501元；反面輸，失500元。請問您願不願意賭一賭？

〈引自：別當正常的傻瓜/奚愷元/久石文化  
2006〉



## Question 15.

- 您開餐廳，生意特好，利潤五成。今天門口又排長龍，有位客人甜點剩一口，問您要結帳打八折。請問，您給不給？

〈引自：別當正常的傻瓜/奚愷元/久石文化  
2006〉

## Question 16.

- 下列哪一種情況，您會比較高興？
- 您在戲院排隊買票，到了窗口，
  - 甲、老闆對您說：您是今天第五百個觀眾，可以得到兩百元的招待券。
  - 乙、老闆對您說：您前面那個觀眾是今天第三千個觀眾，他可以得到三千元的招待券！而您，真倒楣！錯失交臂！只能得到三百元的招待券。

# 風險決策理論(三)

四、正常人通常是損失趨避的。

- 得失不對稱：正常人在失去一件東西時的痛苦程度，要比得到同樣一件東西所經歷的高興程度更大。
- 原賦效應、易於安於現狀、忽視應得而未得的收益〈機會成本〉、框架效應等均是損失趨避原則衍生出來的現象。
- 正常人往往注意到實際上的損失，卻對應得而未得的收益不夠敏感。



# 後悔與認知錯誤

(regret and cognitive dissonance)

- 正常人通常都會對正確的決策自豪，同時也會對錯誤的選擇懊惱；通常懊惱的感覺遠超過自豪的程度。
- 後悔與認知錯誤的現象導致損失趨避原則，因而衍生出原賦效應、易於安於現狀等現象。



## Question 17.

- 您剛好急需四千元繳貸款，請問您會賣掉以下哪一檔股票？
  - 甲、先前三千三百元買進，目前漲到四千元。
  - 乙、先前五千元買進，目前跌到四千元。

# 處分效果(disposition effect)

- 有資金需求時，正常人通常都會賣出獲利的股票而保留虧損的股票，此即所謂的處分效果。
- 處分效果反應了後悔與認知錯誤的理論及損失趨避原則。
- 處分效果同時反應了人追求自尊，需要「正向四風」的心理需求。
- 八風：稱、譏、毀、譽、利、衰、苦、樂。



# 蘇東坡與佛印

- 稽首天中天
- 毫光照大千
- 八風吹不動
- 端坐紫金蓮



# 投資心理學對投資決策的影響

- 心理帳戶的存在，影響人們以不同的態度面對一樣的投資損失，從而做出不同的投資決策。
- 沉沒成本使得投資人不願意接受先前投入的資金已經虧損的事實，不願意承認自己犯了錯，不做停損，從而影響投資報酬。
- 因為過度自信，通常在金融市場上交易過於頻繁、買入成交量很少的標的、易有知識幻覺、不斷攤平，因此影響投資決策。

# 投資心理學對投資決策的影響

- ◎受到展望理論的影響，正常人通常於獲利時是風險趨避的，而於面臨損失時是風險偏好的。所以，賺了一點點錢就落袋為安；賠了錢則死抱不放。結果，賺少賠多。
- ◎八風吹不動！不要跟著情緒走，要跟著客觀的事實走！要跟著趨勢走！



## Question 18.

- 購買基金時，如果你不特別吩咐，基金公司將不配息給你。
- 如果你吩咐了，基金公司將每年配息8%給你，但是配息重新投入市場中投資。
- 請問：你會要求基金公司每年配息8%給你嗎？



# 毛病

- 一般投資人在投資的過程中，通常都會犯下列的毛病。
- 一、過度自信。常常購買波動度大的標的，甚至重押單一標的或單一國家的基金，希望一夜致富。結果是一夜致富的少，賠錢失望的多。
- 二、知識與控制幻覺。認定自己的訊息與判斷不會出錯，常常聽消息購買投資標的，賠錢了又一路攤平。結果常常是事與願違，賠了夫人又折兵。

# 毛病(續一)

- 三、沉沒成本。常常以買進價格或曾經見過的最高價為參考點，一旦投資標的的價格跌破參考點，便死守標的等解套。結果通常都等不到解套，卻等到下市。
- 四、框架效應與羊群效應。常常在很多人賺了錢，市場熱到極點，好像再不進場就會後悔、Fear of missing out (FOMO)、好像再不投資就會變成新貧族時，進場購買波動度大的標的。結果通常都變成最後一個進場買進的投資人。結果通常是套得牢牢的。

## 毛病(續二)

- 五、處分效果與展望理論。忽略趨勢的力量，漲了一點點就賣掉；賠了就等解套。結果，賣掉的標的再漲一倍；死守的標的硬是不漲。賺少賠多，白忙一場。
- 六、歸因的自我謬誤。常常在坐順風車時，意氣風發，自以為功力深厚，眼光獨到。一旦市場反轉，投資賠錢時，又怪東怪西，不會自我反省。久而久之，惡性循環，不但賠掉了投資收益，也賠掉了脾氣。



# 人性

- 基於損失趨避原則，年輕的投資人傾向選擇保守型的商品。
- 因為過度自信，快退休時還買積極型的投資標的。



# 退休金儲備的風險

- 老齡化與少子化導致 Pay as you go 一定會破產！
- 雇主有幫您提撥退休金準備的義務，但是沒有幫您負擔長壽風險的義務，因此 Defined-Benefit 一定會銷聲匿跡。
- Defined-Contribution will be prevailing.



# 退休金儲備的特質

- Equity premium is 5% (5.5% vs 10.4%, based on 1925 – 2005 data).
- 開辦了以後就忘了。
- 長期累積。
- 定期定額。



# 如何避免矛盾？

- 如果您把全部足球選手都放在後場，您決不可能贏球！
- 大部分的人做不到動態調整，那就從事資產配置。
- 依年齡做資產配置。
- 用被動投資ETF做資產配置。



# Facts

- Stock markets reveal social, industrial and macroeconomic changes.
- There is no leading indicators in stock market.
- Predictions in stock market are seldom correct!
- When the fad changes, market will know.



# 股票市場的變動與社會的變遷

- Dow Jones Industrial Average
- 十九世紀DJIA編製初期的12檔股票，僅有一檔碩果僅存。
- 全球化對DJIA的影響。
- 今天DJIA指數中的30檔股票，有八家其創立至今不足40年。
- 新創產業對世界的影響。(Google, Facebook, shale oil, Tesla, Apple...)



# 台灣的情況

- 0050 in TWSE
- 1990期間的銀行股(30倍的漲幅：2801彰銀)；雞犬升天的時代。
- 2000期間的電子股(10倍的漲幅：2349鍊德)；Millenium bugs and dot.com bubble的時代。
- 2006期間的替代能源股(25倍的漲幅：6244茂迪)；中國大開發、原物料飛漲的時代。
- 2015期間的科技化傳統產業股(25倍的漲幅：1476儒鴻)；生活必須品機能化的時代。
- 2018, the era of bitcoin, 6105憾訊.
- 2020, the era of covid-19, 1325恒大, 6547高端.

# 0050季線%



- Annual rate of return 2% (15yrs), 5% (19yrs), 14% (14yrs).

# 彰化銀行



# 鍊德



# 茂迪



# 儒鴻



# 憾訊



# 恆大

恆大(1325) 週線圖 2022/11/07 開 22.55 高 23.05 低 22.30 收 22.30 c元 量 1162 張 -0.10 (-0.45%)



保留空間 2

179

new

# 高端



# 台積電



# 台積電(季)





# What can you do?

- 千萬不要獨戀一枝「殘」花
- “Globalisation vs. Polarisation” 2330 .
- Follow the trend, when you invest.
- 廣學博究，除滅我慢。
- 多讀書，學思並行，莫負青春。
- 知其不可奈何而安之若命；知其不可奈何而隨順因緣。