

東海大學高階經營管理碩士在職專班（研究所）
碩士學位論文

投資人的認知偏誤：理論、自省與矯治

Cognitive Biases of Investors:

Theory, Introspection and Treatment

指導教授：林財丁 博士

研 究 生：徐政良 撰

中華民國 105 年 06 月

謝誌

畢業的腳步終究近了，這陣子同學間常談起的話題是：「唸了2年EMBA學到什麼？」。有些人很高興多了一個跨業友誼交流平台，有些人學到把產業事務套以學界理論，有助於溝通理念時更具系統性及說服力，還有許多人建立了新的運動習慣，有了更健康的體態及心境。當然，也有許多同學若有所思，卻說不出個所以然來。

我與幾位同學都是懷抱著尋求自我突破的期許而來，我們最大的收獲應該是跟著一位極為獨特的心理學老師學習，兩年下來，漸漸養成一個習慣——「戴上心理學的眼鏡看世界」。看投資理財、看職場管理、看家庭經營、看志趣發展…看明白過去許多情境下「系統一」引發的情緒與習性，是在怎樣的心理機制下悄悄冒出來的，以後又該如何更理性地以「系統二」去因應及改善。

佛教永嘉大師著述的《四料簡》有云：「惺惺寂寂是，惺惺妄想非；寂寂惺惺是，寂寂無記非」可用來檢驗自己的修行。「惺惺」表示心中清楚明白、活潑光明；「寂寂」表示心中妄念泯除、寂然不動。此與心理學的「系統一」及「系統二」有著異曲同工之妙，兩者需巧妙地保持平衡，才能同時保有覺察力與生命力。

此篇論文歷經1.5年馬拉松式的整理研究與反覆修訂，我在知識內化與體悟書寫的過程中，賺飽了多巴胺。感謝老師願意在無數個假日及夜晚，花時間與我們磨腦袋，時常出奇不意地拋出幾個深入人心故事來啟發我們。也要謝謝家人們的支持與包容、謝謝同學們的鼓勵與陪伴。何其有幸，與大家在東海這樣美好的環境下，向大師汲取人生智慧、蓄積新能量、再創新格局。

中文摘要

論文名稱：投資人的認知偏誤：理論、自省與矯治

校所名稱：東海大學高階經營管理碩士在職專班

畢業時間：2016年06月

研究生：徐政良

指導教授：林財丁博士

論文摘要：

與行為決策有關的研究，已從規範性轉為描述性理論，驗證並接受了決策時的不理性行為，不再視其為偶而為之、可被忽略的例外。財務與投資學者也在「數學財務學」之外，興起「行為財務學」的新領域。

本論文協助投資人覺察、辨識並移除決策過程的捷思偏誤。首先藉著描述主要的認知偏誤理論及典型偏誤案例，提升人們對自己「頭殼長虫」的虫虫意識，此乃祛除心理之虫(debug)之必要條件。接著透過內省法的投資日誌(trading journals)，以及廣泛訪談各類型投資個案，協助投資人辨識決策過程的干擾因素。

最後，建議藉助「理情療法」、「成功典範」、「投資教練」、「心理諮商」等行為改變技巧，修正認知偏誤與不當的投資行為。

【關鍵字】捷思、認知偏誤、行為財務學

Abstract

Title of Thesis : Cognitive Biases of Investors: Theory, Introspection and Treatment

Name of Institute : Tunghai University

Executive Master of Business Administration Program

Graduation Time : 06/2016

Student Name : CHENG-LIANG, HSU.

Advisor Name : TSAI-DING LIN, Ph.D.

Abstract :

The research paradigm of decision making has shifted from normative to descriptive approach. Violations of rationality would no longer be viewed as random anomalies, and could be ignored; instead, heuristics and biases were proposed to explain the systematic occurrences of anomalies. Besides traditional mathematical finance, behavioral finance has emerged as a new discipline to explain investors' behavior. By trading journal and interviewing investors, this research intends to help them be aware of their "bugs" of cognitive biases and heuristics which may hinder investing performance. Being aware of its existence is the first step of "debugging" cognitive biases. Finally, we propose that behavior therapy, such as REBT, observational learning, investment coaching, psychological counseling could be used as feasible ways to correct or eliminate these biases.

Key words: Heuristic, Cognitive Bias, Behavioral Finance.

目 次

謝誌	I
中文摘要	II
Abstract	III
目 次	IV
表 次	VI
圖 次	VII
第一章 緒論	1
第一節 研究背景	1
第二節 研究動機與目的	2
第二章 文獻分析	3
第一節 行為財務學的演進	3
第二節 認知偏誤之定義與釋例	8
第三章 研究方法	40
第一節 研究架構	40
第二節 研究對象與調查方法	40
第三節 投資個案訪談案例設計	41
第四節 投資日誌撰寫設計	42
第四章 個案分析與研究結果	43
第一節 投資訪談與個案分析	43
第二節 投資日誌與個案分析	51
第五章 認知偏誤的行為矯治	73
第一節 以「理情療法」矯治非理性投資信念	73
第二節 以「成功典範」學習理性投資行為	81

第三節	以「投資教練」漸進增強理財能力	85
第四節	以「心理諮商」協助提昇投資績效	88
第五節	其他矯治建議作法	90
第六節	結論與建議	91
參考文獻.....		93
一、	中文文獻	93
二、	英文文獻	94

表 次

表 2-1 SIMON 對行為決策的貢獻表	3
表 2-2 展望理論與損失趨避的「四象限型態」表	7
表 2-3 18 種常見的投資決策認知偏誤表	8
表 3-1 投資個案訪談研究對象與調查方法表	40
表 3-2 投資日誌撰寫研究對象與調查方法表	40
表 3-3 投資個案訪談大綱表	41
表 3-4 投資日誌撰寫內容表	42
表 4-1 甲君投資個案分析表	44
表 4-2 乙君投資個案分析表	46
表 4-3 丙君投資個案分析表	47
表 4-4 丁君投資個案分析表	49
表 4-5 戊君投資個案分析表	50
表 4-6 過去台灣 50 的股價區間表	59
表 4-7 美元投入金額及現值表	60
表 4-8 2015 Q2 投資效益小計表	61
表 4-9 美金外匯現況表	64
表 4-10 2015 投資回顧表	68
表 4-11 2016 Q1 投資回顧表	68
表 4-12 徐君投資個案分析表	69
表 5-1 ELLIS 提出十一種非理性信念列表	75
表 5-2 由投資日誌及個案訪談歸納出 20 種常見的非理性投資信念列表	76
表 5-3 以 REBT 矯治常見的非理性投資信念分析表	78
表 5-4 股票收租法操作準則表	82

表 5-5 股票收租法檢查表	84
----------------------	----

圖 次

圖 2-1 行為決策理論的演進圖	5
圖 2-2 展望理論價值評估函數圖 (VALUE FUNCTION)	5
圖 2-3 展望理論損失趨避 λ 係數示意圖	6
圖 2-4 WASON CARD PROBLEM 實驗心理測驗圖	15
圖 2-5 1997 年~1999 年台股指數走勢圖	23
圖 2-6 1998 至 2003 網路泡沫化期間 NASDAQ 指數走勢圖	30
圖 2-7 心理學家 ASCH 線段長短判斷實驗圖	34
圖 2-8 認知、情感、行動步調不一致說明圖	38
圖 3-1 研究架構圖	40
圖 4-1 周哈里視窗圖	52
圖 4-2 台灣 50 過去五年平均股價圖	55
圖 4-3 台灣 50 2011/1~2013/1 股價變化圖	56
圖 4-4 台灣 50 買賣決策考量圖	58
圖 4-5 TWN50 走勢與投資決策考量圖	58
圖 4-6 中國 A50 基金走勢與投資決策考量圖	61
圖 4-7 台灣 50 買賣決策線圖 (2015/1/1~6/29)	61
圖 4-8 CFA 50 買賣決策線圖 (2015/3/20~6/30)	62
圖 4-9 台灣 50 買賣決策線圖 (2015/1/1~7/13)	63
圖 4-10 CFA 50 買賣決策線圖 (2015/3/20~7/31)	64
圖 4-11 上證綜合指數 1 年期走勢圖 (2014/08/01~2015/08/01)	64
圖 4-12 上證綜合指數 7 年期走勢圖 (2007/01~2015/08/01)	64
圖 4-13 美元走勢及購入時點示意圖	65

圖 4-14 台灣 50 買賣決策線說明圖 (2015/1/1~8/5)	66
圖 4-15 台灣 50 買賣決策線說明圖 (2015/1/1~8/20)	67
圖 4-16 仁寶股價走勢圖 (2015/1/1~10/05)	67
圖 4-17 CFA 50 買賣決策線說明圖 (2015/3/27~2016/3/24)	69
圖 4-18 冠以「投資日誌」的股票軟體	71
圖 4-19 香港的「投資日誌」部落格範例圖	72
圖 5-1 四大心理學派與認知偏誤矯治之運用說明圖	73
圖 5-2 ELLIS 以 REBT 矯治非理性觀念 ABCDE 程序示意圖	76
圖 5-3 以 REBT 矯治損失趨避非理性投資觀念示意圖	77
圖 5-4 以 REBT 矯治避免後悔非理性投資觀念示意圖	78
圖 5-5 以 REBT 矯治非理性投資觀念架構圖	80
圖 5-6 依個人投資屬性，佈局三大基金群架構圖	84
圖 5-7 以 NUDGE 概念設計投資訓練課程示意圖	87
圖 5-8 以 NUDGE 概念輕推貧困家庭建立理財習慣及能力示意圖	87
圖 5-9 以 NUDGE 概念輕推投資人賺裡子贏面子示意圖	88
圖 5-10 透過心理諮商為投資人訂做專屬的正向投資循環示意圖	90

第一章 緒論

第一節 研究背景

人生由一連串綿密的決策所構成，企業經營亦然（Christensen, 2007）。理性與感性交織而成的投資決策，為每個人帶來不同的財富消長。隨著金融環境的開放，民眾可選擇的理財工具日趨多樣化，不論從事何種形式的理財行為，伴隨決策的「捷思與偏誤」（heuristic and bias）有如「阿達頭殼裡的虫虫」誘導出錯誤的決策，因此協助投資人覺察、辨識並移除心理之虫（debug）乃成為行為財務學者的重大課題。

隨著金融環境及國人理財觀念的變化，各類理財工具不斷蓬勃發展，民眾可以選擇的理財工具日趨多樣化，股市、匯市、黃金、房地產…不論從事何種形式的理財行為，各種投資決策伴隨而來的認知偏誤始終如影隨形，左右了你我的決策與理財成果。我們究竟應該如何覺察到這些理財決策過程中難以避免的認知偏誤，修練態度與行為，成為更為理性的投資人，享有豐盛的投資成果呢？

本研究建議「除虫」三步驟。首先，可以協助投資人認識決策過程中各式認知偏誤，並與自身或他人投資經驗相驗證，真正認識在投資決策過程中可能出現的各式認知偏誤，幫助投資者誠實面對自己在決策過程可能出現的軟弱處，開始對各類捷思判斷有所保留。

其次，透過投資日誌（trading journals）及投資經驗訪談，反省每一次市場震盪的情緒轉折與行為變化，強化投資人辨識「捷思與偏誤」，知己知彼方能百戰百勝，讓每個投資決策不斷往最佳獲利的方向修正。老子的千年智慧：「知人者智，自知者明。」我們不一定能全然征服所有的人性弱點，但瞭解並觀察它們的存在對投資決策的影響，對我們的財務管理必能有所助益。

最後，藉助「理情療法」、「成功典範」、「投資教練」、「心理諮商」等行為改變技巧，修正認知偏誤與不當的投資行為，成為更理性的投資人，如此自助天助，期許能協助更多人邁向財富自由的美好境界。

第二節 研究動機與目的

自 Kahneman 等學者開啟行為財務學新領域之後，描述人們如何在有限理性的情況下做成決策的相關研究蔚為風潮，國內外都有數量可觀的著作探討。

劉雅玲（2008）以 21 個縣市成年人為研究對象，發現性別、學歷、行業等不同人口統計變項，有不同的決策認知偏誤。洪千珮（2014）研究證券交易所的交易月報，發現金融海嘯衝擊後，台灣股市投資人從眾行為明顯增加。性別、學歷及市場波動都會影響個別投資人理財決策。那麼，專業的金融機構是否就無此困擾呢？陳乃菁（2009）以 36 家我國銀行為研究對象，發現放款標準的寬鬆程度會受易取性偏誤及風險趨避的影響。綜合上述研究，不論是個人特質或是環境因素，私人投資或是企業決策，似乎都難以擺脫決策認知偏誤的影響，因此，有必要進一步了解認知偏誤潛伏蘊釀的過程，及避免讓情緒綁架理性的作法。

大部份的文獻以數量統計等方式，分析理財行為與各認知偏誤變項之間的關係是否顯著。以數量分析等方法做有系統的研究，雖然可確認出研究主題與各項因變數的相關性，但並不容易真正落實應用及具體改善。相對而言，個案研究方式可以深入探討在何種投資情境下，會出現那些認知偏誤，將為投資人帶來那些影響，投資人可以透過那些方法回歸理性，做出最適投資決策。

為此，本研究想探討如何塑造投資人更敏銳的認知偏誤自我覺察能力，並找到適當的工具協助改善這些認知偏誤，打造最適合自己的投資及決策風格。本研究欲探討的問題如下：

- 一、瞭解投資人於投資決策過程中，可能產生的各種認知偏誤。
- 二、透過投資個案的訪談及投資日誌的自省，進行認知偏誤分析。
- 三、探討認知偏誤的諮商輔導及行為矯治作法。

第二章 文獻分析

第一節 行為財務學的演進

本章首先對行為財務學的演進及內涵做概要說明，而後針對本研究所欲分析的 18 項心理偏誤逐一探討，以掌握近年來在國內外相關研究的發展狀況。

一、傳統財務學派與行為決策研究新典範

傳統的財務學派核心理論認為，市場是理性又有效率的，財務經濟學家 Fama 是 2013 年諾貝爾經濟學獎得主，他在 1970 年代提出了效率市場假說 (efficient market hypothesis)，認為人的決策行為都是理性的、資訊是即時公開的、沒有任何一位投資者可以單獨影響股價、資產可以在最短的時間之內反映出理性的價格。即便少數投資人不理性的異常現象 (anomalies) 導致價格偏離，在產生套利空間的情況下，理性的投資人能迅速修正偏移的價格。投資人會循資本資產定價模式 (capital asset pricing model) 在進行投資決策時，單純地考慮投資組合與風險這二項因素。

然而，這樣簡練的假設，卻無法反應出真實的資本市場人們的信念與行為，眾多例證顯示人們經常受到情緒及心理因素的影響，而作出了各種非理性的投資決策，1978 年諾貝爾經濟學獎得主 Simon 開啟「行為決策」研究新典範，提出行為人模式、描述性理論、有限理性、滿足點決策準則 (Simon, 1972)；在此之前，多數經濟學家採經濟人模式、規範性理論、完全理性、最佳化決策準則。

表 2-1 Simon 對行為決策的貢獻表

Simon 之前	Simon 之後
1.經濟人模式	1.行為人模式
2.規範性：指出人們應當如何做決策	2.描述性：描述人們實際上如何做決策
3.完全理性	3.有限理性
4.決策準則：最佳化	4.決策準則：滿足點

資料來源：林財丁《管理與商業心理學》

後續的行為財務學家結合了心理學、經濟學及財務學，相繼對人們為何會做出不理性的投資決策做出說明，此一發展逐步打破了傳統學者對於人們的投資或經濟行為是全然理性的假設。

二、行為決策理論的演進

將決策行為應用到投資領域，是為行為財務學 (behavioral finance) 或行為經濟學 (behavioral economics)。行為財務學萌芽於 1980 年代，Tversky & Kahneman (1979) 透過大量的實驗研究，證實捷思與認知偏誤所產生的「非理性」並非例外，反而是系統性地出現，據此發表「展望理論」。圖 1 引述林財丁 (2014) 行為決策理論的演進，依序為：期望值理論→期望效用理論→展望理論，期望效用理論 (expected utility theory) 規範「理性者」的決策行為，展望理論 (prospect theory) 描述「正常人」的決策行為。

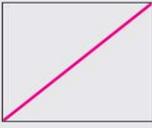
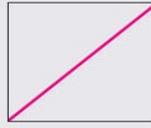
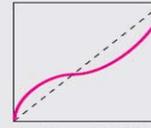
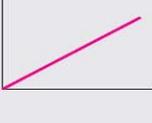
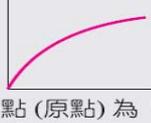
	期望值理論	期望效用理論	展望理論
機率	心智機率 = 客觀機率 p $\sum p = 1$ 	規範「理性者」的決策行為 心智機率 = 客觀機率 p $\sum p = 1$ 	描述「正常人」的決策行為 心智機率 = π (客觀機率 p) $\sum \pi \neq 1$  <ul style="list-style-type: none"> 高估不太可能發生的機率 低估中等至很可能的機率 把極可能提升至完全可能
價值		 <ul style="list-style-type: none"> 參照點 (原點) 為「一無所有」的狀態 得失判斷不受參照點影響，依最終財富而定 ($w + x$) 無論利得或虧損，均為風險趨避 	 <ul style="list-style-type: none"> 現況、期待、比較對象、設定的目標都可能成為參照點 參照點決定得失判斷 ($x - r$) 負展望約為正展望的兩倍心理效用 $\lambda = 2.25$ 利得時，風險趨避；虧損時，風險追逐

圖 2-1 行為決策理論的演進圖

資料來源：林財丁《管理與商業心理學》

三、展望理論與價值評估函數

展望理論解釋了人們 4 種主要的價值判斷：

- (一) 現況、期待、比較對象、設定的目標都可能成為參照點。
- (二) 參照點決定得失判斷。
- (三) 負展望約為正展望的 2.25 倍心理效用。
- (四) 利得時風險趨避，虧損時風險追逐。

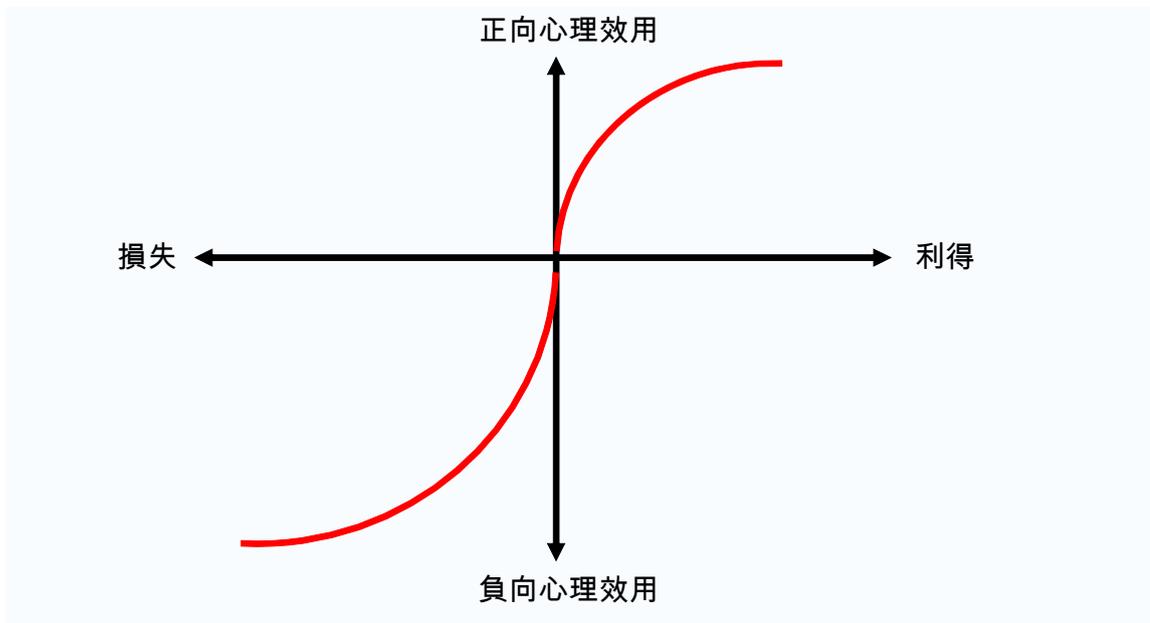


圖 2-2 展望理論價值評估函數圖 (value function)

資料來源：林財丁《管理與商業心理學》課堂筆記

展望理論根據實證研究，發現價值評估函數之 λ 值(=正向心理效用/負向心理效用)約為 2.25，說明正常人的損失趨避，由此衍生四個系列的認知偏誤(1)原賦效應；(2)安於現狀；(3)框架效應→心理帳戶→賭資效應；(4)處置效應。損失趨避乃眾多認知偏誤之源頭，負展望之恐懼(fear)為正展望之貪婪(greed)的 2.25 倍心理效用，因此 $F=2.25G$ 堪稱投資心理學第一定律。

由展望理論得知，一般正常人的損失的心理衝擊 λ 值約為利得的2倍（ λ 值=負向心理作用/正向心理作用），但損失趨避心理反應也存在個別差異，圖 2-4 以示例方式說明另外三種不同的狀況，並假設其衍生之投資行為：

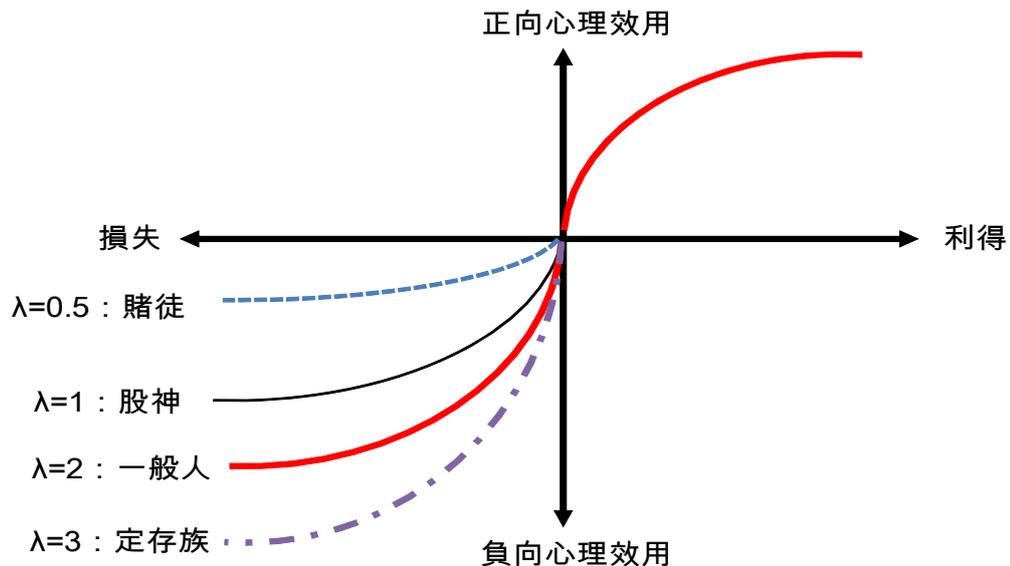


圖 2-3 展望理論損失趨避 λ 係數示意圖

資料來源：林財丁《管理與商業心理學》課堂筆記

- $\lambda=0.5$ ，損失不會帶來多大的痛苦，利得卻是很快樂，有如賭徒的心理反應。
- $\lambda=1$ ，正確反應損失的痛苦與利得的快樂，極可能有較佳的投資績效。
- $\lambda=2$ ，一般正常人的損失的心理衝擊約為利得的2倍。
- $\lambda=3$ ，對損失過度反應，甚至到了神經質的地步，稍稍賠錢就「不玩了」。

四、損失趨避與四象限型態

擅長以平易近人的方式來詮釋複雜理論的 Kahneman，在《快思慢想》一書中，以「四象限型態」(fourfold pattern) 說明了展望理論與損失趨避的理論精髓：將損失規避的心理價值函數與主觀機率結合在一起，可解釋一個不全然理性的、不完全自利的、偏好會隨情況改變的普通人，在風險情況下的決策型態。

表 2-2 展望理論與損失趨避的「四象限型態」表

	利得情境	損失情境
高機率	有 95%機會贏 1 萬元 (機率) 害怕失望 (情緒) 風險趨避 (正展望) 例：接受眼看要勝訴的和解	有 95%機會輸 1 萬元 (機率) 希望避開損失 (情緒) 風險追逐 (負展望) 例：筊輸博大 (賭輸了拼更大)
低機率	有 5%機會贏 1 萬元 (機率) 希望贏大獎 (情緒) 風險追逐 (高估低機率的利得) 例：買彩卷	有 5%機會輸 1 萬元 (機率) 害怕大損失 (情緒) 風險趨避 (高估低機率的損失) 例：買保險

資料來源：綜整洪蘭譯《快思慢想》及林財丁《管理與商業心理學》

五、行為財務學相關研究

行為決策的探討引發廣大興趣，行為財務學相關的論文期刊及科普書也受到學界和普羅大眾的重視。芝加哥大學 Thaler 以展望理論為基礎，積極將行為決策引入經濟學和財務學的研究中。加州大學 Rabin、哈佛大學 Laibson、以及芝加哥大學美籍華人奚愷元教授…等，均是這一學科的開創性代表。台灣許多學術論文亦依此展開認知偏誤的探究，以 Kahneman、Tversky、Shafir、Thaler 的實驗程序發現國人同樣存在明顯的處置效應、框架效應及心理帳戶等偏誤(劉雅玲, 2008)。

Kahneman 和 Smith 以在行為經濟理論和實驗經濟學方面的傑出研究，而獲得 2002 年諾貝爾經濟學獎。致力於行為財務學研究的耶魯大學教授 Shiller，則於 2013 年獲得諾貝爾經濟學獎，多位諾貝爾獎得主的傑出的研究成果，為行為財務學展現了其存在價值、學術地位以及廣闊的研究前景。

第二節 認知偏誤之定義與釋例

本研究選取了 18 種投資人於決策過程中常出現的認知偏誤，並進行深入探討。

表 2-3 18 種常見的投資決策認知偏誤表

項次	認知偏誤類型	認知偏誤描述
1	disposition effect 處置效應	投資人處置資產時傾向於「出贏保虧」，賣出賺錢的、繼續持有賠錢的。
2	mental accounting 心理帳戶	人們把客觀等價的支出或收益，在心理上劃分到不同的帳戶中，各有其估算及運用方式，忽略了各類資產之關聯性，以致無法建立最佳的投資組合。
3	endowment bias 原賦偏誤	獲得或持有某項資產後，易高估此資產的價值。
4	confirmation bias 確認偏誤	人們傾向於以符合自己目前想法的方式，來搜尋或解讀資訊，同時忽略或質疑與自己想法不符的資訊。
5	regret aversion 避免後悔	擔心自己無論買或賣都會後悔，乾脆不採取任何行動。
6	representative bias 代表性偏誤	人們判斷對象之類別歸屬時，只粗略地比較腦海裡各群體的典型特徵即推斷分類，而不考慮這種典型特徵出現的真實機率。
7	availability bias 易取性偏誤	人們常會以容易取得和經驗法則來判斷事件發生的機率，而不是依據資訊本身的完整、客觀或真實程度。
8	recency effect 時近效應	人們易受最近發生的事件或新聞所影響。
9	framing effect 框架效應	以不同的方式描述相同的資訊，會導致我們做出不同決策。
10	loss aversion 損失趨避	人們常有強烈的衝動去避免損失，這樣的衝動遠大於賺取利益。
11	anchoring effect 定錨效應	決策時或預估數值時，會先定個起始點，再據此調整最後答案，但調整量往往不足。
12	status quo bias 現況偏誤	人們傾向維持現狀，而不願選擇可能會讓自己往更好的方向改變。
13	hindsight bias 後見之明	高估自己預測事情的能力，馬後炮、事後諸葛、事前預知的錯覺。
14	overconfidence bias 過度自信	認為自己知識的準確性，比事實中的程度更高的一種信念。
15	Self-control Bias 缺乏自制	自我控制能力薄弱，重視眼前的享受，紀律行為不足。
16	herd effect 羊群效應	人們受到多數人一致性思想或行為的影響，而跟從大眾的思想或行為。
17	self-attribution bias 自我歸因	對成功事件做自我拉抬，歸功於自我的天資聰穎或洞見觀瞻，而把失敗事件歸咎於大環境不佳等因素的干擾。
18	cognitive dissonance 認知失調	在投資人付出代價後，會更加相信自己的理念才是對的。

資料來源：綜整林財丁《管理與商業心理學》及其他行為財務學文獻

一、處置效應

(一) 認知偏誤描述

投資人處置資產時傾向於「出贏保虧」，賣出賺錢的、繼續持有賠錢的，這個現象稱之為處置效應 (disposition effect)。此為行為財務學中最常被探討的現象，可採展望理論「利得時風險趨避，虧損時風險追逐」解釋之。Shefrin 及 Statman (1985) 以實證方式確認了這個「太晚認賠殺出、太早獲利了結」的認知偏誤。顏信輝 (2004) 以實驗法驗證個別投資人的決策過程，發現不論在多頭或空頭市場，投資人皆存在顯著的處置效應行為。

(二) 經典行為財務學研究

1998 年，美國行為財務學家 Odean 在研究了 10,000 名投資者的交易記錄後發現，投資者傾向賣出上漲的股票，當股票獲利，投資者呈現風險趨避，傾向儘早將利得落袋為安；而當股票虧損，投資者就會轉變為風險追逐者，不願意承認自己的決策錯誤，拒絕實現虧損。另外，當投資者的投資組合中既有盈利股票又有虧損股票時，則傾向於較早賣出盈利股票，而將虧損股票保留，最終形成劣幣驅逐良幣的不良投資組合。

(三) 可能傷害

1. 處置效應導致投資人持有虧損的資產過久，期待延後出售，認為總有一天能等到資產價格的回復，然而結果通常事與願違。
2. 太快售出賺錢資產，將會限制資產價格上揚後的獲利程度 (Pompian, 2008)。

(四) 投資案例

A 君於 1997 年以 130 元的價位選擇了時稱晶圓雙雄之一的聯電做為投資標的，另外，以定期定額方式逐月購入怡富基金。不料，1998 年即遇股災，聯電股價腰斬為 68 元，怡富基金則略有盈利。此時，A 君急需一筆現金繳納房貸，在處置效應的心理影響下，期待雙雄之一的聯電終能盼到「春天的燕子回來」，故而保留了聯電，售出基金。最終，持有的聯電於 2011 年以 40 元全數認賠殺出，而此時的怡富基金淨值，已是 1998 年的 2 倍有餘。

(五) 改善建議

1. 設定停損點，認清持有虧損資產過久，對於整體投資組合的收益性有害。
被稱為金融大鱷的 Soros 曾說：「因為我可以在我了解我犯錯時勇於承認錯誤，所以我富裕了。」另外，奇異前總裁 Welch 曾提出："Face reality as it is, not as it was or as you wish it to be."，對經歷處置效應中的投資人來說，是一句值得深思的忠告。
2. 採用換位法，換個角度來思考同樣的問題，看自己的決策是否具有的一致性。
不妨自問：「如果今天未持有 A 公司的股票，是否還會去購買？」，以此重新衡量投資組合的買進與賣出決策。
3. 克服處置效應，或許再多思考投資大師 Lynch 的提醒：「在股票上漲時賣出，是一種自我欺騙，這就好像把花園裡的花拔掉，而去灌溉野草一樣；股市就像玩撲克牌，只要手中的牌顯示有勝算的可能，就要緊握在手裡。」

二、心理帳戶

（一）認知偏誤描述

人們把客觀等價的支出或收益，在心理上劃分到不同的帳戶中，各有其估算及運用方式，忽略了各類資產之關聯性，以致無法建立最佳的投資組合，這個現象稱之為心理帳戶（mental accounting）。心理帳戶是由芝加哥大學行為科學教授 Thaler 於 1985 年所發表的「心理帳戶與消費者行為選擇」一文所提出的概念。

每個人心中會自然的把錢分成很多帳戶，有意外之財的、旅遊的、買菜用的、買屋子用。但其實，錢就是錢，不該因為放在意外之財的帳戶裡，價值就被用不同的標準貶低，而被輕易花掉（奚愷元，2009）。

（二）經典行為財務學研究

Tversky & Kahneman (1981) 設計「戲票遺失 vs. 鈔票遺失」實驗，證實心理帳戶的存在：

問題 A：想像你想去看戲，已經花錢買了票，一張票是 10 美元，當你去到

戲院要進場時，突然發現你的票不見了。請問你會花 10 美元再買一張票嗎？

答案： 會（46%） 不會（54%）

問題 B：想像你想去看戲，一張票是 10 美元，當你到達戲院時，你發現身上的 10 美元不見了。請問你還是會再花 10 美元去買一張票嗎？

答案： 會（88%） 不會（12%）

之所以會有如此不同的研究結果，是因為我們將要買票的錢放在「看戲帳戶」，另外 10 美元放在「其他帳戶」，而一般人在心理帳戶之間的錢是不流通的，問題 A 如果選擇買票，是在「看戲帳戶」中提出 20 美元，覺得太貴了；而問題 B 如果選擇買票，「其他帳戶」損失 10 美元，「看戲帳戶」仍然只花 10 美元，感受上覺得價格合理。

（三）可能傷害

1. 心理帳戶偏誤會導致投資人，以為自己擁有不同帳戶的投資項目，而忽略了這些投資項目之間的關連性，導致無法建立最佳的投資組合。
2. 心理帳戶產生賭資效應（house money effect），當財富意外增加時，貿然從事高風險的投資行為（Pompian, 2008）。

（四）投資案例

賭資效應或稱私房錢效應，描述的也是一種心理帳戶偏誤，號子贏來的錢，讓人們敢承擔更大的風險。吳念真執導的電影「多桑」曾演出早年九份礦工的生活情境，主角的父親辛苦挖礦的錢拿回養家，而賭博贏的錢則會放在另一個心理帳戶，輕易在「茶店仔」千金散盡。

"Easy come easy go."的心理帳戶案例俯拾即是。B 君在汽車廠任職，1997 年 Cefiro 車款橫掃車市，全體員工雨露均沾，首次領到 17.5 個月的年終獎金，B 君在心中開啟了一個意外之財的心理帳戶，願意承擔比日常月薪更大的投資風險，在沒有深入評估投資組合的情況下，即毅然全數投入當時已逼近萬點的

股市，1998 年底股市跌至 5000 餘點，B 君學到一堂慘痛的投資入門課。

(五) 改善建議

1. 避免人為的設置心理帳戶，把不同用途或不同來源的錢分開來。應當讓財富在心理帳戶之間相互流通，訓練自己把整體帳戶歸類到同一個心理帳戶。例如：將虧損的股票與獲利的股票合併計算損益，如此，賣出獲利的股票時，會比較願意將虧損的股票一併賣出。
2. 採用換位法，換個角度來思考同樣的問題，看自己的決策是否仍具有一致性。例如掉戲票的案例，若你現在掉的是 Sogo 禮卷，還會不會影響你去欣賞一場戲呢（奚愷元，2009）。
3. 買全球型或指數型基金，比買一般股票容易克服心理帳戶，但基金種類不宜太多，以免心態上又對基金開設不同的心理帳戶（楊聖璋，2009）。推動指數型基金不遺餘力的 Bogle 曾說：「專注挑選好的森林，而不是好的樹木。你應該投資的是整個股票的市場（森林），而不是單一的股票（樹木），這樣你才可以避開單一股票所有的行業風險與管理風險」。
4. 心理帳戶有其好處。可幫助我們容易分門別類做決策，為個別財務目標設定進度，而非同時處理所有需求，可以降低決策的複雜性（奚愷元，2009）。

三、原賦偏誤

(一) 認知偏誤描述

獲得或持有某項資產後，易高估此資產的價值，這個現象稱之為原賦偏誤（endowment effect）。人們在決策過程中對利害的權衡是不均衡的，割捨財貨的痛苦（負展望），大過得到相同財貨的快樂（正展望），使得人們在出賣商品時往往索要過高的價格。

認知偏誤由芝加哥大學行為科學教授 Thaler 在 1980 所提出，他在當研究生時發現教授非常不願意把收藏紅酒賣出去，歌迷非常不願意把門票交換出去，亦即 WTA（willingness to accept）大於 WTP（willingness to pay）的現象，

其後 Thaler 使用了 Kahneman 所提出的展望理論中損失趨避現象，來解釋這個偏誤。

（二）經典行為財務學研究

Kahneman 與實驗經濟學始祖 Smith 設計了一個簡單的實驗，來印證原賦偏誤對財務決策的影響：模擬一個咖啡杯市場，隨機把杯子分給一半的受試者，賣杯的人把杯子放在面前，並把賣價列出來，買杯的人要用自己的錢去買。結果非常戲劇化—平均賣價是平均買價的 2 倍 (Kahneman, 2012)。

（三）可能傷害

1. 投資人在面對手中持股虧損時，仍然繼續持有而不願停損。「家有敝帚，享之千金」，也在說明人常高估了自己擁有的東西之價值。
2. 投資人會持續持有購買的資產，原因是他們已熟悉這些資產的特性。Bogle 提醒：「歷史不一定會重演。本世紀第一次市場下跌的時候，表現好的投資工具，卻在第二次市場下跌的時候，表現失靈了。」

（四）投資案例

C 君 1995 年在霧峰以 650 萬買下人生中的第一個房子，奈何 1999 年發生 921 地震，車籠埔斷層劃過當地，家園成了死傷無數的重災區，房子經過整修後雖仍可居住，然而夜半稍有微震，全家人即憶起當年的恐怖景像而徹夜難眠，只好遷往他處再買新房。雖然新房貸款壓力沉重，而舊房有房仲業者願意以高於市價的條件購入，C 君卻堅持不肯賣出。他說：「那是我的起家厝，我在那裏結婚生子、接待老友…，這房子有我太多的美好回憶。」，原賦偏誤的作用下，C 君放棄合理價位出脫舊宅的機會，至今仍咬牙苦撐兩間房子的貸款壓力。

商場上，聰明的商家從過往的經驗，善用了原賦偏誤的迷思，為他的產品標上七天內無條件退貨的優惠。事實上真正會來退貨的顧客少之又少，因為已經擁有的東西的評價會被提高，7 天鑑賞期後，覺得有價值就留下來了。

「品牌情節」也是源自於原賦偏誤，例如買了某個牌子的車子以後，內

心會為其加值而變成忠誠客戶，這也是一種自我合理化的機制，因為人們會為了能夠維持自尊，內心對於自己的選擇會更加支持，就算受到挑戰，也會因為捍衛心理上的平衡而做出防衛行為。

(五) 改善建議

1. 投資人在買進股票之前應做詳實的研究與分析，了解股票價值與價格的關係，並設定停損或停利等買賣的機械式操作，才不至於落入與股票談戀愛的思維中。史記春申君列傳也提到：「當斷不斷，反受其亂」，應避免自己的好惡影響了投資的判斷力。
2. 換位思考法，賣股票時反向假設要買股票，如果手中無此持股，這個價錢你還願不願意買，如果不願意，那就放手去賣，擺脫原賦偏誤的糾纏。
3. 訓練自己的思惟。明智的投資者，是沒有記憶的投資者（奚愷元，2009）。

四、確認偏誤

(一) 認知偏誤描述

人們傾向於以符合自己目前想法的方式，來搜尋或解讀資訊，同時忽略或質疑與自己想法不符的資訊。只挑與原先信念相同的訊息，不經意地忽略了不同的意見，這個現象稱之為確認偏誤（confirmation bias）。一般而言，我們相信眼見為憑（Seeing is believing.），然而確認偏誤卻讓我們只看得見我們想看的（Believing is seeing）。

Kahneman 於《快思慢想》一書中表示，與自己原先信念相同的訊息較容易處理—屬於系統一；不同的意見得花較多心思去分析比較—屬於系統二。因此，好逸惡勞的系統一會取代系統二，以較輕鬆的方式選取資訊做出判定。另外，確認偏誤也是一種框架效應，框住一部份資訊，讓我們只採納原本願意相信的片面訊息。

(二) 經典行為財務學研究

著名的心理測驗：瓦森紙牌問題 (Wason card problem) 可觀察確認偏誤。桌上放著四張紙牌，每張紙牌的一面印有一個數字，另一面印有一個英文字母，如下圖所示。受測者被告知這個「理論」：如果紙牌的一面是母音字母，則另一面的數字是偶數。請翻開最少數量的紙牌來驗證上述「理論」是否為真？

A	2
9	X

圖 2-4 Wason card problem 實驗心理測驗圖

資料來源：歐陽秀宜譯《行為財務學與財富管理》

多數人會直接翻開 A 及 2 檢證理論的正確性，而非 A 及 9 去檢證反面的資訊。亦即多數人試圖確認一開始所聽到的假設理論是成立的，然而原本的問題是去判斷它的真偽。人們喜歡搜尋並保留那些足以強化既存信念的資訊。

(三) 可能傷害

1. 投資人只尋找與投資標的相關的正面訊息，選擇性吸收資訊，用資料來支持原有的觀點，掉入確認性偏誤的陷阱而不自知。
2. 當資產出現特定行情時，例如股價創 52 週新低，看空者更加確認空頭來襲，看多者更加確認底部確立。
3. 確認偏誤會導致員工持有過多自己公司的股票，人們很自然會去尋找有利於自己公司的訊息 (Pompian, 2008)。
4. 確認偏誤會導致投資人持續持有不夠分散的投資組合。

(四) 投資案例

美國的恩隆 (Enron) 破產案，是員工對公司的股票產生確認偏誤的典型案例。恩隆員工充分信任公司發佈的正面訊息，輕忽一連串明顯可見的警訊，例如：模糊的會計報表與自我交易等其他負面情報，連退休金也重壓在自家的股票上。弊案暴發後，數萬名思隆員工家財散盡，造成巨大的社會成本。

曾經在銀礦股票投資失利的美國文學家馬克吐溫說過：「讓我們陷入麻煩

的，並不是我們不知道的事；是那些我們自以為知道、但未必如此的事。」，值得投資人深思。

(五) 改善建議

1. 瞭解確認偏誤的存在，並藉由尋求相反的意見，來考量自己的投資決策。
2. 當股價出現特定行情時，同時一併考量其他股價以外的訊息，例如，公司、產業、類股等基本面的分析。
3. 員工應尋找及掌握與公司相關的負面消息，對這類情報始終保有敏感度。
4. 尋找能持異議的投資顧問或投資伙伴適時點醒自己的迷思。蘇格拉底對此也提出忠告：「別去管那些忠誠的人，他們只會讚美你的言行。要注意的是那些會衷心指摘你過錯的人。」

五、避免後悔

(一) 認知偏誤描述

擔心自己無論買或賣都會後悔，投資人無法採取果決的行動，這個現象稱之為避免後悔 (regret aversion bias)。有此偏誤的投資人傾向從眾購買熱門的大型股，因為當考慮到賠錢時還有很多人和自己一樣，投資者後悔的情緒會降低。由於不敢下決定承擔風險，導致長期投資報酬偏低。

(二) 經典行為財務學研究

Shefrin (2000) 研究了投資人對資金有需求時，使用股利或售出股票的偏好狀況。研究結果發現，投資人傾向領取股利，而不是賣出股票來取得所需的資金，因為投資人害怕賣出股票後，會失去賺資本利得的機會而感到後悔。

後悔對個人來說，是一種除了損失之外，還會自責必須對損失負責的感受。因此後悔會使得投資人比承受損失還要感到痛苦。後悔的痛苦情緒可能會影響個人的決策，為了避免後悔，個人比較沒有強烈的動機去改變，可能會依循過去的原則，目的就是為了使未來後悔的可能性降到最低。

(三) 可能傷害

1. 避免後悔偏誤會讓投資人在做決策時過於保守，特別是過去曾遭受過損失，而不敢再下新的投資決策，只願意接受低風險的定存等投資。時間一久，看到投資帶來的報酬遠高於定存，則會懊悔當初沒有放手一搏。
2. 市場近期下跌時，投資人將選擇遠離市場，然而，通常這是購入價值被低估的投資標的好機會。
3. 投資人因為不願意承認錯誤或承擔風險，而持有賠錢或賺錢資產太久，錯失了最佳的處理時機。
4. 避免後悔偏誤會讓投資人跟從大多數人的買賣行為，以減輕未來後悔程度，最後重蹈網路泡沫化這類的集體損失。

(四) 投資案例

Kahneman 在《快思慢想》一書中提到兩種後悔型態：做錯 (regret of commission) 及錯過 (regret of omission)。寧可錯過不願犯錯的保守心態，會使得多數投資人在「做錯」當下的後悔強度較大，但事過境遷時間拉長後，錯過的後悔情緒影響更深遠，將會印象鮮明地留在其長期記憶裏 (Pompian, 2008)。巴菲特也曾表示同樣的心境："In investing, the biggest mistakes are mistakes of omission rather than mistakes of commission."

許多投資人會擔心「做錯」而裹足不前以致於喪失獲利機會，而 D 君則常常是不甘心已「錯過」的波段而衝動進場追單，以致於始終無法創造投資績效：2015 年 1 月 D 君以 67 元購入「台灣 50」，其後台股持續看漲，4 月已來到 73 元價位，D 君心想：「當時應該多買個 10 張的，少賺了 6 萬元，本來可以去日本好好玩一趟的。」D 君心有不甘，終於等到 8 月回跌至 65 元，再無心思冷靜分析經濟走勢，立馬進場回補，然而不到一個月，台股及陸股持續崩盤，台灣 50 股價已跌破 60，並持續探底中...。D 君此時才發現當時為了平反「錯過」的不甘心，理智早已被情緒綁架了。

(五) 改善建議

1. 後悔會讓人們挑戰過去的決策，質疑自己的信念。無論受過幾次傷，適度的風險仍是投資組合獲利的必要條件。Lynch 在《*New money masters*》一書中表示：「當你出錯時就必須認錯，然後賣掉，我買的股票中絕大多數都是錯的」。
2. 承認錯誤雖然不會讓人開心，但果斷地出清部位，終結損失才是最佳策略。巴菲特提出過相同的觀點：「用不著從同一檔股票把輸掉的錢賺回來。」
3. 避免從眾行為，自問買進此檔資產的動機及對投資組合的長期效益為何，可以幫助進一步釐清投資決策的正確性。
4. 不讓情緒影響判斷，確定是賣出的好時機就放手去做。日後若仍覺得這是一檔好股票，仍然可以再次買進。

六、代表性偏誤

(一) 認知偏誤描述

人們判斷對象之類別歸屬時，只粗略地比較腦海裡各群體的典型特徵即推斷分類，而不考慮這種典型特徵出現的真實機率，這個現象稱之為代表性偏誤 (representative bias)。代表性偏誤的存在，有助於迅速做成判斷，卻也可能因此做成錯誤的投資決策。代表性偏誤源自事前機率失靈、樣本大小失靈、誤解隨機事件、聯結謬誤 (林財丁，2014)：

1. 事前機率失靈：校園裏綁馬尾的是美術系或管理系的老師？一般人僅就美術系代表性特徵就做判斷，忽略管理系老師佔校園 80% 的比例。
2. 樣本大小失靈：醫院出現男嬰 60% 以上比例即需通報，大醫院或小醫院何者通報機率較高？一般人直覺大醫院接生案例較多，較易出現男嬰比率超過 60%，忽略小醫院的小樣本，較易出現誤差偏離均值的事實。
3. 誤解隨機事件：把不相干的獨立事件，誤認為前者會影響後者，例如賭徒謬誤 (gambler's fallacy)：擲銅板若連續出現多次的頭，賭徒們就會選尾，而事實上頭尾出現的機率每次都是 50%。

4. 聯結謬誤：小英主修哲學且投入女性運動，則「小英現在是老師」，及「小英是支持女性主義的老師」，何者可能性較高？許多人會被後者看似關聯性較大的描述性用語迷惑，而忽略統計上既是 A 又是 B 的機率，小於純粹 A 的機率。

（二）經典行為財務學研究

Tversky & Kahneman (1974) 請受試者判斷「史提夫有可能是工程師或律師？」證實代表性偏誤的存在：「史提夫比較內向保守，謹慎並且富有進取心，他對社會和政治問題不感興趣。」請問史提夫有可能是工程師或律師？實驗結果，多數人回答是工程師，即使在主試者有意提醒被測試者，工程師人數為樣本的 30%，律師為 70%。這說明，人們只根據「描述性語言的代表性」進行判斷，卻輕忽事前機率的影響。

（三）可能傷害

1. 投資人可能忽略事前機率，僅憑個股名稱或產業等特性與某個績優股相仿，就認定也會是好股。
2. 投資人可能忽略樣本大小，僅追蹤過去短期紀錄，就斷定標的物績效好壞。
3. 投資人可能誤解隨機事件，以為跌深的個股必然就會反彈，可放手賭一把。
4. 當沖的投資人可能犯了聯結謬誤，以為有 7 成的機會可低買，8 成的機會可高賣，所以獲利機會是高達 7 至 8 成。然而，實際上獲利只有 5 成多的機會 ($0.7*0.8=0.56$)。

（四）投資案例

F 君久聞「大立光」名號，對於親友們早期投入而大有斬獲的際遇羨慕不已，朋友向他推薦一支未上市股「晶碩光」，F 君當下閃過一個念頭：「都有光，日後肯定也要發跡的，應當趁上市前，趕緊建立投資部位。」F 君陷入代表性偏誤的心智陷阱後，對於晶碩光的產業前景及財報狀況都還來不及做足功課，就已進場買股。

（五）改善建議

1. 無論何時，都要掌握完整的事前機率及關注投資標的基本情報。
2. 謹記機率不存在自我矯正行為。股票價格一直下跌，並不意味著將來更可能上漲；一直上漲的股票，也並不意味著將來更可能下跌。
3. 投資前理解正確的風險機率，不做非理性的獲利期待。

七、易取性偏誤

(一) 認知偏誤描述

人們常會以容易取得和經驗法則來判斷事件發生的機率，而不是依據資訊本身的完整、客觀或真實程度，此現象稱之為易取性偏誤(availability bias)。Tversky & Kahneman (1974) 透過實驗證實了易取性偏誤的存在。另外，當銀行發生近期不良放款失敗經驗時，有易取性偏誤的經營階層，會高估放款風險，導致後續的放款行為趨於保守(郭敏華，2008)。易取性偏誤可由4種捷思偏誤所形成：把「容易想起」、「容易複製」、「相關錯覺」、「近期發生」當成「較常發生」(林財丁，2014)。

1. 易想起：受新聞報導驚悚畫面所影響，誤判死於龍捲風的比例高於氣喘。
2. 易複製：受易發音影響，誤判R開頭的字多於第三個字母是R的字。
3. 相關錯覺：受錯覺影響，以為名模都聰明(其實是聰明的名模得到較多報導)、校友都傑出(事實是傑出的校友才會出席聚會)。
4. 近期發生：近日A社區常掉腳踏車，誤判整個台灣治安變差；搬到B社區保全體制較健全不掉車了，誤判整個台灣治安都變好了。

(二) 經典行為財務學研究

Tversky & Kahneman 於1974年在Science期刊上發表了「不確定情況下的判斷：捷徑和偏誤」，其中描述了一段有關易取性偏誤的實驗：給受試者聽男女兩個性別都有的人物清單，然後請他們判斷在他們聽到的名單中，是男的多還是女的多？測試名單中，某些男的多，某些女的多，然而受試者會因為比較有名的人是男的多，較容易想起，就誤判了這個名單是以男性居多。

(三) 可能傷害

1. 投資人會根據自己最容易取得的資訊，做為投資準則，例如：廣告多寡、理專或朋友的建議等。而缺乏致力於規律性的研究，或適切的努力以判別投資決策的正確性。
2. 投資人會選擇最適於其狹隘生活經驗的投資組合，例如：在科技業服務覺得只有科技股才有投資價值；以及，在台灣生活就沒考慮過海外尚有潛力不錯的投資機會。Lynch 在《*Beating the street*》一書中，提醒了這種普遍的偏誤影響：「你喜歡某家店，可能也會看中這支股票。」

(四) 投資案例

G 君於 1997 年投入股市及基金，期間以 130 元購入聯電股票，最終於 2001 年以 40 元全數認賠殺出，由於聯電股價數度腰斬的損失經驗令其印象極為深刻，易取性偏誤的發作下，此後數年不再投資股市。G 君日後整理當年的對帳單，這才發現當年的聯電雖然慘賠，但同時段購入的台積電、矽品…等股都有不錯的投資績效。G 君思前想後，當年若能不受慘賠的易取性偏誤影響，繼續保有這些投資組合，並適時選擇績優股納入長期投資部位，這些年下來，將會是怎樣截然不同的財務水準呢？

(五) 改善建議

1. 投資者需要在執行任何投資決策前，謹慎的研究並全盤考量所有的投資決策。Lynch 提醒：「投資有趣又刺激，但若不下苦功，就可能有危險。」
2. 回顧自己的投資組合，當初是如何決定此筆交易的，是不是經常受到某大財經媒體的影響。最受媒體青睞的股票，事實上在接下來 2 年內的報酬率，往往低於市場的總報酬率 (Gradarowski, 2001)。

八、時近效應

(一) 認知偏誤描述

人們易受最近發生的事件或新聞所影響，稱之為時近效應 (recency

effect)。假設一個乘客在觀察綠色船與藍色船的數量誰多誰寡，實際上兩種顏色的船數目是一樣的，然而如果綠色船在最後出現的數目比較多，時近效應會讓這位乘客認為綠色船的總數最多，這是因為最後才出現的，比較容易回憶（Pompian, 2008）。

（二）經典行為財務學研究

心理學家使用了自由回憶（free recall）實驗以研究人類記憶。向受測者每五秒念出一個字，總共 15 個字，之後要求受測者盡可能地回想起每個字。其中，發現最後出現的字被回憶的機會較大。

時近效應使受測者在回憶最後呈現的字時，其表現比回憶中間內容來的好，人們較容易回憶起近期發生的事，而扭曲了所有記憶，導致人們作決策時佔了過重的份量，影響對整體投資組合的客觀評估（Pompian, 2008）。

（三）可能傷害

1. 投資人忽略資產的基本價值，而過於重視最近資產上揚或下跌的表現。

Lynch 提醒：「從照後鏡看不到未來。」

2. 輕忽長期資料所顯示的景氣循環，股價會經歷波峰、波股循環的必然性。

3. 錯誤配置投資組合，只專注在目前的行情，而忽視長期的資產配置。

（四）投資案例

雖然巴菲特的名言投資人都能朗朗上口：「投資的密訣的是：別人恐懼時我貪婪，別人貪婪時我恐懼。」然而，股市仍重覆上演著健忘的投資人追漲殺跌的故事。1997 年台灣股市大漲的多頭末期，媒體大篇幅報導投資股市或基金賺大錢的英勇事蹟，市場充斥萬點不是夢的呼聲，人們易於想起迅速致富的快樂，不易想起被套牢的痛苦，在記憶不對稱的情況下，紛紛追高投入。1999 年股市由萬點一路下跌，投資人損失慘重，媒體大幅報導股民慘賠的新聞，暗示大蕭條的來臨，理財專家呼籲現金為王，此時投資人再也想不起股市曾有上萬點的一天。

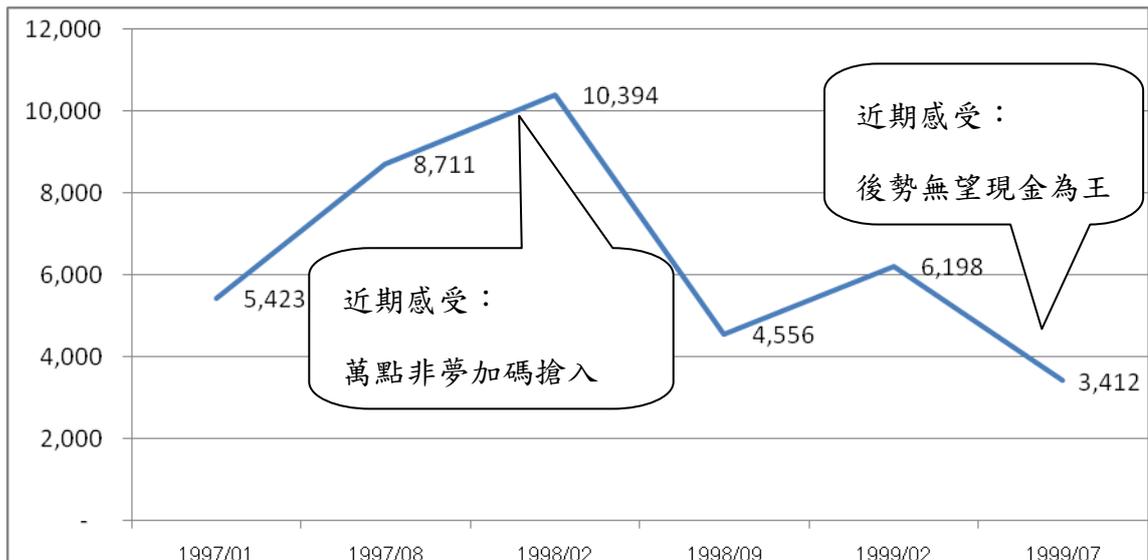


圖 2-5 1997 年~1999 年台股指數走勢圖

資料來源：依台灣證交所數據整理製圖

(五) 改善建議

1. 擴大投資分析歷史資料的樣本數，取得長期情報來推測未來市場趨勢。Bogle 曾說：「投資前審慎的規劃與選擇，一旦投資之後，就堅定的持有投資。一旦你規劃好投資組合後，不論後續的市場變化讓你變得多麼貪婪或恐慌，你都應該堅定的繼續持有你的投資組合。」
2. 理解時近效應的存在，適時為自己降溫，減少追高殺低的行動，以長期的觀點看待最適投資組合。Buffett 打趣的說過一句話：「如果你認為你可以經常進出股市而致富的話，我不願意和你合夥做生意，但我希望成為你的股票經紀人。」

九、框架效應

(一) 認知偏誤描述

以不同的方式描述相同的資訊，會導致我們做出不同決策，這個現象稱之為框架效應 (framing effect)，Shefrin (2000) 對框架所作的詮釋是「框架是一種描述」。Kahneman (1998) 提到框架效應會讓我們過於重視短期所得的立即變化，而非最終總財富狀況。使我們的決策抽離總量變化，定錨在決策當下

的片段，而忽略整體的及長期的狀況。

一個有趣的笑話，可用來描述陷入框架效應後，可能得到截然不同的決策結果：犯了煙癮的神父向主教徵詢：「禱告時可以抽煙嗎？」，主教回覆：「不可，神聖時刻宜專心禱告。」隔日，神父煙癮再犯，這次是這麼問的：「抽煙時可以禱告嗎？」主教回覆：「可以，宜時時刻刻親近上帝。」

(二) 經典行為財務學研究

Kahneman 以「存活率 vs. 死亡率框架」請受試決定某亞洲疾病的治療方法，雖然資料相同，但在不同的框架下人們做出不同的選擇 (Kahneman, 1981)：美國準備應付一場不尋常的亞洲疾病爆發，專家預期它會殺死 600 人，但有 2 個專案可因應：

1. 存活率框架：

A 案：可救活 200 人

B 案：1/3 的機會可救活這 600 人，但有 2/3 的機會 600 全數救不活。

看到 200 人可活，啟動了正展望避風險的偏誤，結果有 7 成的人選擇了 A 案。

2. 死亡率框架

C 案：400 人會死亡

D 案：1/3 的機會 600 不會死，但有 2/3 機會 600 全數死亡。

看到 400 人會死，啟動了負展望追風險的偏誤，結果有 8 成的人選擇了 B 案。

(三) 可能傷害

1. 以不同的方式描述問題，會讓投資人產生保守或冒險的行為。例如：以賺錢的框架描述，則傾向風險趨避，以賠錢的框架描述，則傾向風險追逐。
2. 窄化的框架，會讓投資人過度專注於某特定資產上，或太重視短期波動，而產生過多的交易行為。

(四) 投資案例

H 君為籌備孩子出國深造的資金，累積多年存足了數百萬就學基金，趕在美國宣佈停止量化寬鬆操作政策的當下前往換匯。數週後發現匯率走勢並未

如預期發展，若能晚幾天換匯，將可免去數萬元的利差損失，想起此事總是感到心中若有失。事實上，這數萬元的所得變化對 H 君總財富幾無影響，但心情上卻會侷限在當下的窄框中無法平復，忽略了整體財富影響程度。

(五) 改善建議

1. 試著以中性、一致的方式來描述與呈現投資問題，避免正向或負向框架左右了投資決策。
2. 以大範圍的視野，瞭解整體的及長期的資產組合及財務目標。投資大師 Templeton 提醒：「眼觀四面，耳聽八方，多接受不同的投資工具。對不同類型和地區的投資項目都應保持彈性且開放的態度。保持彈性，因為沒有哪類投資永遠是最好的。」

十、損失趨避

(一) 認知偏誤描述

人們常有強烈的衝動去避免損失，這樣的衝動遠大於賺取利益，這個現象稱之為損失趨避 (loss aversion)。

(二) 經典行為財務學研究

Bernoulli (1954) 要受試在 A 與 B 間做選擇：A 案是直接拿 800 美元。B 案是有 85% 機會贏 1000 美元，但也有 15% 的機率拿不到任何錢。絕大部份的人選擇了 A 案，雖然 B 案的期望值也是 800 美元 ($1000 \times 85\% + 0 \times 15\% = 800$)。這個實驗確認了人們偏好確定的結果，而不會選擇帶有風險但期望值相同的方案。

(三) 可能傷害

1. 損失趨避通常會導致投資人持有賠錢資產過久。投資人抱持著不賣就不算賠，或則說服自己這是長期投資，期待總有一天股價會回到原來的水準。
2. 損失趨避會讓投資人太快出售賺錢的資產。投資人害怕不快售出獲利將無法實現，在初升段就急著落袋為安。

3. 上述 2 個傷害將導致投資組合失衡，投資人最後出清大多數賺錢的金雞母，留下滿手持續虧損的資產，使投資出現小賺大賠的情況。

(四) 投資案例

I 君 2001 年初聽聞華映即將上市，當時的 LCD 液晶面板是預期中的明日之星，遂以每張 56 元的代價，透過管道抽籤搶得 10 張未上市櫃股票。半年後，終於享受初上市的蜜月期。然而，3 天之後，行情急轉直下，I 君面對虧損的股票實在砍不下手，總是期望有一天能回到成本價，或則慢慢領取股息回本也無妨。然而，I 君漸漸才清楚，華映是 5 家 LCD 面板廠中體質最差者，年年虧損的結果，不僅股價再也沒回去，連股息也領不到，經歷過減資及經營波折後，2015/02 華映股價已不到 2 元，I 君的股票市值從 560,000 元變到 4,000 元，恍如南柯一夢，I 君迄今仍留華映股票在手上，但再也不曾再進出股市了。

(五) 改善建議

1. 設定獲利了結的原則並依此交易，避免交易過度頻繁。對此，Buffett 也提出了警語：「在股票市場中，唯一能讓您被三振出局的是—不斷的搶高殺低、耗損資金。」
2. 有紀律的實行停損點。Soros 對於損失趨避的心態曾提出看法：「抱著沒指望的股票並期望它回到原位，不如趕快脫手，換一張有希望的股票。」

十一、定錨效應

(一) 認知偏誤描述

決策時或預估數值時，會先定個起始點，再據此調整最後答案，但調整量往往不足，這個現象稱之為定錨與調整 (anchoring and adjustment)。有時候，這個錨定點是投資標的物過去曾經出現過的價格；更多時候，這個錨定點毫無意義與根據。

許多觀光區店家及談判高手，深諳定錨偏誤可以為他們帶來的好處，傾向先開高價，再伺機微幅降價，對手很容易受到一開始設定的定錨價格的影

響。西方社會對於結婚戒指的價格有個不成文的規範——2 個月的薪水，許多新郎付不起這樣價位，還是會硬著頭皮靠著借貸渡過這一關（Phung, 2000）。

（二）經典行為財務學研究

新郎或許是被結婚的喜悅沖昏了頭，我們來看看理性的學者專家們是否能免除此偏誤。Tversky & Kahneman 在 1974 發表的 "*Judgment under uncertainty: heuristics and biases*" 一文中提到定錨效應實驗：受試者是一群參加學術會議的學者專家，他們被要求估計非洲國家在聯合國的佔比，估計開始前先轉動一個賭場大輪盤，輪盤數字介於 1~100，先指出這個數字高或低於聯合國佔比，再說出估計值。結果是輪盤數字為 10 者，平均估計佔比是 25%；輪盤數字為 65 者，平均估計佔比是 45%，輪盤的數字是 Tversky & Kahneman 事前操弄的，但受測者全都讓這個無關的訊號影響了。

（三）可能傷害

1. 投資者對於市場未來價格的預測，通常太接近現有的市場水準，而忽略過去市場長期波動水準。
2. 定錨效應會削弱投資人整合更新資訊的能力，傾向緊盯原目標微幅調整，但往往不能充分校準，以反映實際的改變。

（四）投資案例

J 君移居台中經營早餐店已有十年了，一家子租屋而居總是感到不踏實。2010 年兩夫妻存足了 300 萬，看上早餐店附近大樓的一間開價 360 萬的 4 樓華廈，議價過程中卻讓第三方以 330 萬捷足先登，此後 330 萬就成了 J 君購屋的定錨點。其後數年，中科發展帶動了附近房地產颶漲，J 君始終因價差過大而失之交臂。2013 年同一地區的房價已過 450 萬，J 君更買不下手了。每提及此事，J 君總要忿忿不平抱怨一番：「太離譜了，當年只要 330 萬就買得到了，現在漲成這樣。」2014 年底，在抱怨聲中，同一大樓的另一物件被房仲業者以 520 萬售出。

（五）改善建議

1. 自問是否已理性地分析公司業務等基本面的變化，或只是想要在自己的定錨點交易而已？認清市場不會在意任何人的成本，對市場來說，個人的參考點一點意義也沒有。
2. 所謂當局者迷，旁觀者清，如果對自我覺察能力有所疑慮，不妨找一位可以擔任唱反調（devil's advocates）角色的貴人，來幫助自己恢復理性。

十二、現況偏誤

（一）認知偏誤描述

人們傾向維持現狀，而不願選擇可能會讓自己往更好的方向改變，這個現象稱之為現況偏誤（status quo bias）。現況偏誤由 Samuelson 與 Zeckhauser（1988）提出，類似物理惰性（inertia），除非有強大外力的推動，否則物體會持續保持不動。現況偏誤常會與定錨效應、原賦偏誤、損失趨避互相強化。

（二）經典行為財務學研究

現存狀態偏誤使人傾向選擇問卷上的預設選項，而左右了最終的決策結果。Kahneman 在《快思慢想》一書中，提到了一個案例：奧地利和德國同文同種，但器官捐贈上，奧地利捐贈率幾乎是 100%，而德國只有 12%。瑞典和丹麥都屬北歐語系，文化和人種亦相似，瑞典捐贈率是 86%，而丹麥只有 4%。追究原因才發現，原來表格設計不同，高器官捐贈率的國家的表格，是請受訪者在表格中打勾，不然就依預設值設為願意捐，低器官捐贈率的國家的表格反之。

（三）可能傷害

1. 投資人繼續保有不適合的資產，因而持有過多風險或投資過於保守。
2. 現況偏誤與損失趨避一起作用，使投資人選擇停留在現狀不願實現損失。
3. 投資人持續持有特定股票，只因為他們對該股較熟悉或有感情。

（四）投資案例

K 君是藍領勞工，年輕時經歷過倒會事件，再也不願接觸帶有絲毫風險

的投資標的，辛苦節餘的款項如數存入郵局定存，數十年如一日。K 君的子女常勸告她，定存的利息太少不足以因應飛漲的物價，應該考慮基金、債券或投資型保單來保值，K 君從未動搖過心志，她說：「這是我的棺材本，不期望會有額外獲利，我不想太複雜，繼續擺定存就好。」K 君的投資態度一如物理惰性，八風吹不倒。

投資大師 Bogle 提醒：「要獲取投資利潤，就要承擔風險。將錢放在定存中的風險，比你認知的還要高，因為最後利息可能都被通貨膨脹所吃掉了！」

(五) 改善建議

1. 什麼都不做往往比做決策容易，教育是克服現狀偏誤最基本的辦法，可以多吸收投資案例，瞭解持有不合適資產會何種負面效果。
2. 情感是管理資產時最不需要的東西，投資者要覺察到情緒帶來的風險與傷害。Peterson 在《投資人的大腦革命》一書中提到，為了擺脫情緒糾結，閱讀教導 EQ 的書籍、或學習禪修打坐，漸漸廣受西方交易員的喜愛。

十三、後見之明

(一) 認知偏誤描述

高估自己預測事情的能力，馬後炮、事後諸葛、事前預知的錯覺，這個現象稱之為後見之明 (hindsight bias)。當事情發生的時候，雖然當事人事先不知情，但事後仍會堅持早就知道這樣的事情會發生。

(二) 經典行為財務學研究

Fischhoff 是第一個在實驗室中展示後見之明現象的人，他在 1972 年尼克森訪問中國和俄國前做了一個調查，請受試者寫下破冰之旅 15 個外交目標達成的機率。尼克森返國後，再請同一批受試者回憶當時給的機率，對於實現的外交成果，人們會誇大他們當時給的機率，反之，受試者會錯誤地回憶說，他們早就知道那是不可能成功的事。

(三) 可能傷害

1. 當投資獲利時，後見之明會讓投資人傾向於重新撰寫記憶，並且認為自己早就預期到這樣的結果，產生過度自信而逐漸增加自己的風險度。
2. 當投資損失時，後見之明也會讓投資人重寫記憶，以避免自己的尷尬，使得投資人無法從經驗中汲取教訓。
3. 有後見之明的投資人，會過度怪罪基金經理人，不明白為何自己早就發現市場不對勁，而基金經理人還會犯下如此愚蠢的錯誤。

(四) 投資案例

1998 至 1999 年間，雖然歷史資料顯示美國股價有泡沫化的現象，但許多投資人都認為「這次的景氣循環不同。」放膽投資網路股。然而，事過境遷回想此事，許多人都會轉而認為「其實當時泡沫化現象非常明顯。」事實顯示，絕大多數投資人都未能倖免於股災之難，並不像事後回想時這般英明果斷。更多人轉而抱怨：「我早就知道要跌，基金經理人怎麼這麼笨沒有及時賣出？」



圖 2-6 1998 至 2003 網路泡沫化期間 Nasdaq 指數走勢圖

資料來源：楊聖璋《金融叢林生存法則》

(五) 改善建議

1. 撰寫投資日誌 (trading journals) 有助於消弭投資決策偏誤與心理盲點 (Steenbarger, 2005)，可檢視自己是否犯了後見之明的認知偏誤。
2. 從錯誤中學習。投資大師 Templeton 表示：「不犯錯的唯一方法是不投資——但這是最大的錯誤。因此，原諒自己的錯誤，將犯錯當成學習的經驗，確實找出犯錯的原因，以及如何避免重蹈覆轍。」(許瑞宋譯，2018)。

十四、過度自信

(一) 認知偏誤描述

認為自己知識的準確性，比事實中的程度更高的一種信念，這個現象稱之為過度自信 (overconfidence bias)。過度自信讓 80% 的人自覺投資績效、成績、駕駛技術…在前 50% 以上。個人經常會過於相信自己的判斷是正確的，因此常常會高估自己的知識、低估風險、誇大了控制事件的能力。

(二) 經典行為財務學研究

Kahneman 在《快思慢想》一書中，提到了有關「創業妄想」的過度自信現象：在美國，一個小公司能維持 5 年的機率是 35%，但調查發現，創業家傾向相信他們是在成功的道路上前進，他們的成功機率是 60%，比真正的機率高了一倍。

Langevoort (2003) 以 2000 年一名青少年 Lebed 網路詐欺案例，來說明市場投資者非理性的行為表現。投資者自信其本身的能力，能在這個賭局遊戲的早期就買進公司股票，並且提早在投資大眾賣出前就將股票脫手，最終卻仍然淪為最後一波出脫的投資者而損失慘重。具有過度自信的特質，容易將本身的能力與運氣混為一談，此現象在股市為牛市時，尤其明顯。

(三) 可能傷害

1. 投資不熟悉的領域或商品，並勇於舉債或進行融資等槓桿操作。
2. 投資時點集中，因為很有把握股市已跌到最低點，故一次全盤投入。
3. 投資組合集中、不分散持股、不接受基金，重壓單一個股。
4. 員工會因為自認為熟悉雇主公司的經營狀況，知道小道消息…等安全感，過度擁有自家公司的股票。
5. 相信自己有別人沒有的消息或選股能力，導致過高的周轉率，績效卻輸給大盤。Buffett 提醒投資人，勿讓獨門資訊誘發了過度自信偏誤：「有足夠的內線消息，以及 100 萬美元，1 年內你就會破產。」

(四) 投資案例

J君對於咖啡店經營擁有極大的興趣，朋友們也常常誇讚他的咖啡沖泡技術絕妙，咖啡知識精采豐富，眼看著各式各樣的咖啡店陸續開張，J君辭去了朝九晚五的工作，貸了款租了店，充滿自信地開啟了他的咖啡人生夢。開張首日賀客盈門，很是熱鬧。但是很快的，發現來客數不如預期，成本管理更是門大學問，店租及貸款壓得他夜不成眠，撐過了慘澹經營的半年後，終於背負著沉重投資損失黯然歇業。

(五) 改善建議

1. 活在計劃中，避免過度自信而破壞了規律的儲蓄，力行平衡的資產配置。
2. 多聽專業理財顧問的理性意見，彌補個人投資所缺乏的紀律。
3. 對每一筆交易持續追蹤，並計算報酬率，以如實反映過度交易產生的影響。

十五、缺乏自制

(一) 認知偏誤描述

自我控制能力薄弱，重視眼前的享受，紀律行為不足，這個現象稱之為缺乏自制 (self-control bias)。理智上知道低買高賣，多數人仍然追高殺低，並且忽視時間複利效果，而停止定時定額投資。首位推出指數型基金的投資界傳奇人物 Bogle 提到：「時間是你的朋友，衝動是你的敵人，投資人應該充分運用長期複利的力量，而不要被市場的消息所迷惑，那些消息只會使你在股市上漲很多後才跳進去買進，股市下跌很多後才匆忙的逃離。」

(二) 經典行為財務學研究

Thaler & Benartzi (1988) 發起 "Save more tomorrow"，幫助想多存點錢，卻又缺乏自制力去執行的勞工們。推動的結果，勞工們的儲蓄明顯比未參加此計劃前還要多。因此，也驗證了人們通常缺乏為退休做規劃的自制力，持續地透過外力所介入的自律，可幫助他們達成理財目標。

另外，史丹佛大學做了一個有趣的實驗。這個實驗把小孩子單獨留在房間裡，給他們一人一塊棉花糖，讓他們選擇是要馬上吃掉棉花糖，還是等個十

五分鐘，如果願意等，可以再多一塊棉花糖當獎賞。研究發現，多數的孩子缺乏自制能力，而那些能夠等待獎賞的小孩，長大以後，全都比馬上吃掉棉花糖的小孩成功。

（三）可能傷害

1. 缺乏自制的天性，使投資人傾向卯吃寅糧，無法做好退休規劃。
2. 缺乏自制造成投資組合處於不均衡的狀態，偏重短期收益。
3. 忽視時間複利等基本財務原則，無法落實定期定額等理財計劃。

（四）投資案例

K君是工廠作業員，25K的月薪雖然不高，然而K君堅持食衣住行各方面的生活品質需有一定的水平。K君近半數薪水用來繳納房租，扣除掉餐飲、化粧品及旅遊開銷後，成了道地的「月光族」。長輩勸其另尋價格合宜的租屋地點並改變生活形態，為將來做點投資。K君勉為其難換了較小的出租套房，省下3,000元繳納每月的定期定額基金。一年後，K君禁不起車商強力放送都會小車廣告的誘惑，停掉了基金扣款，轉而繳納車貸，偶而還得向長輩週轉，缺乏自制力的K君與財務自由的夢想漸行漸遠。

（五）改善建議

1. 控制消費，Posada及Singer在《先別急著吃棉花糖》一書中強調，擁有延遲享樂的本事，可以獲得高度的成功。
2. 適當的理財計劃並嚴守紀律，寫下明確的收支及投資計劃，並堅守基本財務原則與執行理財活動，讓時間為定期定額及複利效果加分。

十六、羊群效應

（一）認知偏誤描述

人們受到多數人一致性思想或行為的影響，而跟從大眾的思想或行為，這個現象稱之為羊群效應（herd effect）。羊群是一種散亂的組織，一旦有一隻頭羊動起來，其他的羊也會不假思索地一起行動。投資者在信息環境不確定的

情況下，行為受到其他投資者的影響，模仿他人決策，購買最熱門的商品或者過度依賴輿論。

對此，Soros 也曾提醒：「真理不一定站在多數人一邊，眾人皆看好，行情未必繼續好，眾人皆看壞時，行情未必就壞下去。高明的技術操作者，必須做獨行俠，需對行情保持獨立判斷，注意反市場操作，不能跟隨別人。」

（二）經典行為財務學研究

1952 年美國心理學家 Asch 設計了一個實驗，來研究人們受到他人影響的程度。受試者走進實驗室的時候，已經有 5 個人先坐在那裡了（串通好了的假受試者），他拿出一張畫有一條豎線的卡片，然後讓大家比較這條線和另一張卡片上的 3 條線中的哪一條線等長。事實上這些線條的長短差異很明顯，然而，實驗結果顯示多數人選擇了從眾的判斷。



圖 2-7 心理學家 Asch 線段長短判斷實驗圖

資料來源：周舜欽「Life 心理學閱覽室」

（三）可能傷害

1. 投資者可能會認為同一群體中的其他人更具有訊息優勢，而放棄自己的理財信念，跟隨市場殺進殺出。投資人存在一種心態：「如果別人能賺到錢，那我不能沒賺到；如果因為跟著大家而賠錢，反正大家都在賠錢，我也沒比別人差」（楊聖璋，2009）。
2. 投資大眾有一窩蜂現象，也就是對投資大師、股票天王、基金天后等偶像

有危險的崇拜情結，反正投資大師也這麼做，跟著做應該不會錯。即使投資人明白即時盤勢解讀是看盤解盤，沒有太大參考價值，還是會忍不住打開電視，希望有人能指引一盞明燈。Templeton 曾說：「趁別人垂頭喪氣賣出時買進，趁別人貪得無饜大買時賣出，這需要極大的堅強意志，卻終有極大的報酬。」

3. 除了使個別投資人犯錯之外，由於每個人都做出一致的決策或行為，還會進一步導致市場呈現暴漲或暴跌的價格波動。當擦鞋童也開始報股市明牌時，小心空頭就在不遠處。

（四）投資案例

L 君是 iPhone 的「果粉」，也是蘋概股追隨者。2010 年身邊的親朋好友人人都在談勝華接到蘋果單，證券分析師也不時暢談擴廠聯貸計劃的展望，就連藝人在電視上也報這張明牌，趁著股價由 62 元的歷史高點回檔至 55 元的大好時機，趕緊大舉搶進。2011 年 L 君公司的員工園遊會恰好與勝華都是在月眉世界辦理，歡樂壯盛的陣容，更加深了 L 君的信心，常出入股市的同事也鼓動著：「主升段即將展開」，深感先前過度保守，決定痛改前非，再度加碼建立部位，等待反彈到 70 元的大行情。

怎料，等了大半年看不到回檔，索性暫時不看股價波動了。2012 年聽聞觸控面板發展不利，這時候才意識到腰斬的股價再無回復的機會了，終於在 20 元忍痛殺出。2014 年勝華成了全額交割股，同期買入的同事至今還有人抱著壁紙股在手上，而月眉世界再也看不到當年勝華員工的歡樂景象了。

（五）改善建議

1. 充實專業知識，解決資訊不足的問題，收集信息並敏銳地加以判斷，以增加自信，減少盲從行為。Buffett 說：「要投資成功，就要拚命閱讀，不但讀有興趣購入的公司資料，也要閱讀其它競爭者的資料。」
2. 投資偶像的存在，其實是一種「生存偏誤」，也就是說我們看到的永遠是市場上的成功者，卻忽略了他們成功是多少人失敗所造就出來的。在投資市

場上，成功是無法輕易跟隨及簡單傳授的（楊聖璋，2009）。

3. 結合投資目標、風險承受度等因素，設定獲利點和停損點。設定獲利點可以提醒投資目標已經達到，避免陷入貪婪的弱點，錯失贖回時機。設定停損點則可以鎖定投資風險，以避免可能產生的更大損失。投資大師 Templeton 說過一句經典名言，傳神地描述了羊群效應的情緒轉折：「行情總在絕望中誕生，在半信半疑中成長，在憧憬中成熟，在希望中毀滅。」（Bull markets are born in despair, grow amid scepticism, mature amid optimism and die amid euphoria.）（Tasker, 2013）。

十七、自我歸因偏誤

（一）認知偏誤描述

對成功事件做自我拉抬，歸功於自我的天資聰穎或洞見觀瞻，而把失敗事件歸咎於大環境不佳等因素的干擾（Bem, 1965），這個現象稱之為自我歸因偏誤（self-attribution bias）。錯把牛市當做自己聰明（Confuse brains with a bull market.）即是自我歸因偏誤的寫照。

（二）經典行為財務學研究

心理學教授 Dunn 曾做過自我歸因偏誤的研究。她要求受測者拿出一張白紙，中間劃上一條線，紙的半邊寫優點，另半邊寫缺點。她發現這些受測者在優點所寫的都比缺點部份多。

（三）可能傷害

1. 當投資虧損，投資人只聽見他們想聽見的聲音，而無法察覺他們犯的決策錯誤，並由其中學習到改善作法。
2. 當投資獲利，投資人將過度推崇自我能力，而陷入過度自信的風險中，導致投資人交易太過頻繁，並持有風險過度集中的投資組合。

（四）投資案例

M 君是傳統產業的工程師，對於波段操作向來有一套自己開創的操作心

法。M君有5檔長期觀察的股票，並已設定各股買賣的中位數及標準差，多數的時候，M君可以在這些區間獲得小收益，然而也常常在金融風暴等局勢下損失慘重。M君認為對特殊個股的波段操作，是自己多年經驗累積的妙法，持之以恆必然獲利。只是偶有大環境變動來襲，這就不是任何人能控制的。因此，雖然偶而抱怨證交稅等交易費用，消耗掉絕大多數的獲利空間，仍然持續力行著這套操作心法，賺少賠多的情況下，M君始終未能在股市獲利。

(五) 改善建議

1. 認清獲利的結果可能來自很多因素，其中多頭市場可能是最主要的原因，避免陷入頻繁交易的迷思中。Buffett對投資人建議：「自認對市場震盪起伏敏感而殺進殺出的投資人，反而不如以不變應萬變的投資人容易賺錢」。Bogle也曾提出類似的提醒：「盡可能的降低你的投資交易成本。投資跟賭場一樣，都是一種零和遊戲 (zero-sum game)，有人賺錢就會有人賠錢，你省下來的費用就是你得到。」
2. 事後分析為投資人最佳學習工具，理性檢視過往錯誤，才能避免重覆發生。

十八、認知失調

(一) 認知偏誤描述

認知失調理論指出，新近訊息與既有態度相矛盾，會讓我們覺察到態度與行為、行為與自我意象間有差距，會產生不愉快的失調狀態，失調促使態度改變以回復平衡。態度會影響行為，行為也會回過頭來影響態度。Festinger (1957)認為個人可能會採取行動降低認知失調，譬如可能避免新資訊，或是極力為自己錯誤的辯護。

投資人付出代價後，會更加相信自己的理念才是對的，這個現象稱之為認知失調 (cognitive dissonance)。為減緩認知失調造成的不舒適感，誘發了態度或信念之加碼投入 (escalation of commitment)，也就造成投資人更大損失。

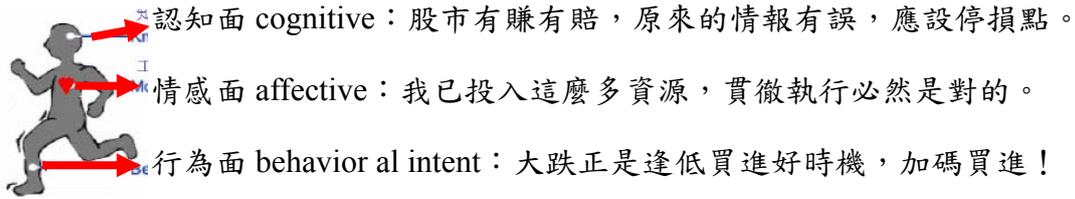


圖 2-8 認知、情感、行動步調不一致說明圖

(二) 經典行為財務學研究

1957 年頗負盛名的心理學家 Festinger 曾做過一個「違心之論無聊作業」的實驗，而此實驗也成了認知失調理論的重要推手：

程序 1（無聊作業）：受試者進行一小時無聊又無意義的作業。

程序 2（違心之論）：告訴假受試「作業滿有趣」，分成三個酬勞組。

程序 3（有趣評量）：受試們被要求評量該項無聊工作的「有趣程度」。

實驗結果，拿 20 美元的那組會把自己的「違心之論」，解釋成看在 20 美元的份上；只拿區區 1 美元的那組，卻沒有辦法做此推論，因而產生誘發性順從（induced compliance），轉而改變態度，相信剛才的作業還算有趣。

(三) 可能傷害

1. 認知失調可能使投資人繼續持有虧損部位，甚至加碼投入。
2. 認知失調會使投資人不願面對與決策相牴觸的資訊，直到更多負面資訊被釋放才開始認真思考，而此時已錯過最適的修正時機。

(四) 投資案例

N 君在一次朋友聚會中，聽到友人傳達太陽能專家的對於綠能產業的推薦，預估投資 3 年報酬可達 20%，有感於環保的重要性及政府有利的發展獎勵政策，因此投入 200 萬資金。不久，朋友告誡此公司不可靠，不可再投資，N 君則表示已做足情報收集分析，並舉證此家公司的環保理念、產業前景及具體的政策獎勵措施，不久再加碼 100 萬。不到一年，此公司即遭逢財務危機而宣告破產。N 君若能早點看到 Buffett 這段投資經驗，應可少點損失：「投資的秘訣，不是評估某一行業對社會的影響有多大，或它的發展前景有多好，而是一

間公司有多強的競爭優勢，這優勢可以維持多久。」

(五) 改善建議

1. Lynch 曾提醒：「你的股市虧損之路，開始於一份經濟展望報告。」(Parikh, 2006)，試著覺察認知失調偏誤，並丟棄此種會產生不良後果的應對方式。包括調整信念、保持理性、調整投資行為。

第三章 研究方法

第一節 研究架構

透過「投資個案訪談」及「投資日誌撰寫」，可分析投資決策過程、心理變化及認知偏誤，歸納出認知偏誤的共同傾向，並發展出可行的矯治作法。

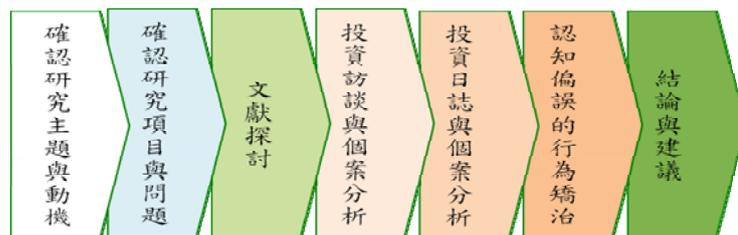


圖 3-1 研究架構圖

本論文之初步研究成果，「投資人的認知偏誤：探討與省思」已在 2015 年兩岸永續經營創新、變革與挑戰國際學術研討會發表(林財丁、謝俊魁、徐政良，2015)。以及「以投資日誌祛除投資人的認知偏誤」已在 2016 年兩岸永續經營創新、變革與挑戰國際學術研討會發表(林財丁、徐政良，2016)。

第二節 研究對象與調查方法

一、訪談 5 位投資人，分析其投資決策過程、心理變化及認知偏誤。

表 3-1 投資個案訪談研究對象與調查方法表

編號	投資人	基本資料	投資標的
1	甲君	47 歲/保險業	投資型保單
2	乙君	40 歲/銀行業	股票
3	丙君	65 歲/建築業	股票
4	丁君	45 歲/建築業	股票/房地產
5	戊君	50 歲/傳產業	股票

二、以自省方式寫下投資日誌，分析投資決策過程、心理變化及認知偏誤。

表 3-2 投資日誌撰寫研究對象與調查方法表

投資人	基本資料	投資標的
-----	------	------

徐君	47 歲/傳產業	股票/外匯
----	----------	-------

第三節 投資個案訪談案例設計

一、受訪者描述

本研究針對近五年曾參加投資理財的投資人，請其撰述理財經驗及進行深度訪談，並於 2015/1/1 至 2016/1/1 對各有意願之受訪者進行訪談。

二、訪談大綱

針對受訪者不同的狀況及經驗，做深入的訪談；訪談大綱分為三個主題：投資理財前準備階段、投資理財交易階段、投資理財後回顧階段。藉由訪談大綱來提出較為廣泛的問題，主題是經刻意安排，但未安排發問順序，而是依照受訪者的情況及經驗，隨機彈性調整，或選擇特定的方向做更詳細的探討。

表 3-3 投資個案訪談大綱表

1	主要的投資理財活動有那些？
2	當初所認知的XX理財活動是什麼？是從哪些地方進行瞭解及產生興趣？又為何會考慮投入？
3	投入後失望或如願？那最主要失望或如願的地方是什麼？
4	可否敘述一下您在實際投資後的感受及認知？
5	是否會持續投入或拒絕再投入XX理財活動？最主要的原因是什麼？
6	若親友要加入時？您會推薦還是阻止？為什麼？您的立論點是什麼？
7	對於這XX理財活動還有其他心得或感想可補充、分享及建議的嗎？

第四節 投資日誌撰寫設計

一、投資日誌消弭決策盲點

根據 Peterson 的建議，投資日誌有助於消弭決策偏誤與心理盲點。心理學家發現人們為了避免認知失調，會扭曲我們對投資決策的記憶，後見之明、過度自信，自我歸因…等認知偏誤，其實都是一種記憶扭曲。這種陷阱容易讓投資人高估自己的能力，把責任推給別人或環境，導致無法在錯誤中汲取經驗。因此，Peterson 在《投資人的大腦革命》一書中，強調記下驅動投資決策的原始假設與這些決定的結果，可以洞悉判斷的優缺點。

二、投資日誌內容

此日誌可做為分析投資決策的附件，內容應包含交易日期、價位、損益…等情報。Soros 也提醒了有紀律地規劃及追蹤投資標的動向的重要性：「投資的基本建立在詳細的風險計算，與投資酬率的掌握之上。」雖然寫日誌的過程費時，但是檢視收集到的資料，可以幫助我們如實掌握到決策盲點，據以改善投資績效。

表 3-4 投資日誌撰寫內容表

決策前	我買這支股票的理由是什麼？
	這項投資給我的感覺如何？
	我對這項決策有多少信心？
	那些條件變化會讓我更改決定？
	我賣股有哪些特定標準？
行動後	我對決策有任何懷疑或其他感覺嗎？
結果	這是正確的決定嗎？
	判斷或決策的過程有瑕疵嗎？
	這個決策和之前的決策有共同的型態嗎？
	我是否偏離自己的理財規劃？
	這項決策最成功的地方是什麼？

資料來源：洪慧芳譯《投資人的大腦革命》

第四章 個案分析與研究結果

欲從股市投資獲利，投資人必須具備與投資工具相稱之專業知識。專業知識或許僅是必要但非充分條件，投資學考高分不保證投資績效高於常人；投資涉及複雜的心理歷程，包括認知與情感面因素。晚近興起的行為財務學，列舉投資人容易犯的認知偏誤，包括處置效應、過度自信、定錨與調整、認知失調、代表性偏誤、易取性偏誤、原賦偏誤、缺乏自制、損失趨避、後見之明、現況偏誤等十餘種 (Pompian, 2008)，不僅存在一般投資人，專業投資人也會有這些認知偏誤。

文獻累積多篇證實認知偏誤之存在的研究，至於如何祛除、治療或矯治認知偏誤，以提升投資人的績效之研究，這並不多見。本章擬從「訪談投資個案」及「撰寫投資日誌」來探討祛除認知偏誤的方法，嘗試矯治認知偏誤之可能性。

第一節 投資訪談與個案分析

本節整理了五個投資訪談個案及其心理偏誤分析，投資案例來自自親友的訪談結果 (甲君至戊君)。述說失敗的投資可能引發不悅的經驗，但經由訪談協助當事人覺察認知偏誤，有其正面意義。

一、訪談個案：甲君 錯估客戶風險承受能力

(一) 個案摘要

1. 投資型保單當道

甲君是壽險財務規劃師，2005~2007 年之間，投資型保單熱賣，金磚四國、能源基金、新興市場…等投資標的炙手可熱，8~14%的投資報酬率是司空見慣的獲利水準。

2. 只見收益不見風險

2007 年私交甚篤的某保戶，希望由甲君來為他們規劃此類產品。依風險

評估問卷的測驗結果，較適合保守穩當型的投資標的，然而，在當時的一片看好市場氛圍下，他們看不上偏低的投資報酬率，為了維繫客戶情誼，只好勉強為他們規劃了高報酬高風險的投資組合，並以躉繳 300 萬元，期繳 100 萬元的方式，作為投資標的下跌時，攤平持有成本的長期獲利策略。

3. 金融大浪來襲

2008 年房地美房利美事件初期，客戶對投資情勢開始感到不安，聽說債券型基金較穩當，但要求甲君必需保證獲利水準不能低於 8%，幾番說明，對方仍然無法了解債券基金仍有一定風險，無法保證 8% 的收益。甲君另外規劃的投資標的，客戶遲遲不願採納。不久，金融海嘯終於翻天覆地襲來，行情急轉直下，承受不起風險煎熬的情況下，客戶不斷來電詢問：「怎麼辦？」。甲君只得振作精神，安慰他們：「危機總會過去，再過個半年應能平安渡過。」

4. 運氣與義氣

然而，投資不能光靠打氣與運氣。2009 年客戶終於沈不住氣，不僅拒絕執行原先規劃的期繳攤平持有成本，在虧損 70% 的狀況下硬是出脫投資標的。此後，客戶與甲君陷入誰應為虧損負責的糾結之中。基於情誼與義氣，甲君幫客戶付了 60 萬的投資損失。這堂課讓甲君深深體悟投資過程可能引發的種種情緒與非理性行為，之後好多年，甲君不再銷售投資型保單。

(二) 個案分析

表 4-1 甲君投資個案分析表

投資人	基本資料	投資標的	認知偏誤類型	
甲君	47 歲 保險業	投資型 保單	時近效應 定錨效應	投資型保單熱賣，8~14% 的投報率是常態，債券型基金也應有 8% 水準
			損失趨避 過度自信	誤判風險承受能力， $\lambda=3$ 的客戶購買 $\lambda=0.5$ 的產品
			認知失調	打氣與安慰引發的情緒糾

				結，錯失提前出場決策點
--	--	--	--	-------------

資料來源：本研究

投資人有不同的損失趨避係數，作為財務規劃師，需精確掌握客戶的風險承受能力，較能夠協助不同類型的客戶持盈保泰。另外，面對行情走跌，宜留意給予客戶的打氣或安慰，這些善意說出口的話，有可能在無意之中淪為認知失調，讓投資決策增添許多不必要的糾結，錯失了讓低風險承受程度的客戶提早出场的先機，做為專業的財務規劃師，仍需適度喚醒客戶的風險意識，幫助客戶享受投資成果，同時也承擔起該有的決策責任。

二、訪談個案：乙君 股票成套房 寒窯苦守 18 年

(一) 個案摘要

1. 官股銀行民營化股票認購

乙君曾是公營銀行彰營行員，1997 年政府開始推動公營銀行民營化政策，因此享有公務員年資結算換購銀行股票的權利，可採 8 折價認購閉鎖期 1 年的股票，另外可以 9 折價認購無閉鎖期的現金增資股票。

2. 期待萬點行情再臨

乙君想起 1990 年台股首次站上 12,682 點的萬點高峰，當時的彰銀股票高達 1,105 元，而目前股價指數已來到 8,500 點，再次上萬不是夢，目前彰銀股價是相對低點的 115 元，而且老同事們都看好彰銀的未來經營前景，九成以上都簽下了認購同意書。乙君在這樣一片看好的整體氣氛中，以年資換購 76 元股票 6 張，並額外認購 85 元現金增資股票 6 張。

3. 行情總在憧憬中成熟

1997 年 7 月股市果真第二次站上萬點，乙君沾沾自喜，常向親友同事跨耀：「我早就知道股市一定會再上萬點，我認股的股票已獲利不少。」1998 年 1 月，股價來到 93 元，額外認購的現金增資股沒有閉鎖期，每張已有 8 元的獲利，決定降低風險獲利了結。豈料隔月股價就上揚至 99 元，乙君為此感到

相當惋惜，若能再堅持一下，就有機會享有每股獲利 14 元的成果了。

4. 行情也在希望中破滅

1998 年 7 月金融風暴開始在東南亞蔓延，台股跌破 6,000 點關卡，彰銀股價只剩 45 元，乙君所持有的 6 張年資換購股雖已過閉鎖期，但面對虧損卻始終砍不下手，更令乙君無法置信的是，金融股自此一路下探再也不回頭，彰銀股價早已跌破 20 元，然而乙君認為自己無論是買是賣都會後悔，至今仍持有這 6 張股票。

乙君回想這段唯一的投資經歷，總感到悔不當初，滿腔希望換來苦守彰銀股票 18 年，對股票投資已完全失去信心，對於股市投資避之唯恐不及。

(二) 個案分析

表 4-2 乙君投資個案分析表

投資人	基本資料	投資標的	認知偏誤類型	
乙君	40 歲 銀行業	股票	羊群效應	九成同事都已簽了認購同意書，我也放心簽吧！
			後見之明	我早就知道股市一定會再上萬點，我的獲利已不少！
			處置效應	現金增資股小賺即售出，年資換購股大虧卻始終未賣。
			避免後悔	無論是買是賣都可能帶來後悔的痛苦，不再進出股市

資料來源：本研究

投資大師 Templeton 說過：「行情總在絕望中誕生，在半信半疑中成長，在憧憬中成熟，在希望中破滅。」羊群效應總是讓初入市的人容易失去多做研究的戒心，沒有成熟的投資策略做為依靠，情緒更容易隨著大盤而起伏不定，賺了錢易於自我膨脹、賠了錢則難以面對及果決處置。其實股市並非洪

水猛獸，我們需要持續修鍊的是充實的市場知識，並減少偏誤情緒的干擾，它仍可做為重要的投資工具。

三、訪談個案：丙君 理財理財 有理才有財

(一) 個案摘要

1. 初生之犢入股市

丙君從事設計，對投資股市並不熱衷，然而基於鼓勵孩子學習投資理財的父愛立場，在孩子幾次小投資都有大有斬獲的情況下，於2000年同意投資80餘萬到幾檔他推薦所的股票。當時台灣股市前景看好，初期也確有小賺，也就認為不會有大問題，丙君沒有緊盯股價變化的習慣，孩子在推薦後也忘了要持續追蹤，後來連每月證券公司寄來的收益表，漸漸也就懶得拆來看了。

2. 心血來潮的理財法

投資過後一年多，某日心血來潮拆開證券公司寄來的收益表，這才驚覺已賠掉46%，40餘萬一夕之間化為烏有，氣急敗壞之下當天立馬要求理專全數出清，理專雖規勸此股票尚有回檔反彈空間，但是大筆虧損的情緒帶動各種壁紙股的故事情節湧入腦海，丙君抗拒任何建言，堅持立即將這個帶來痛苦的萬惡股票賣掉，才能減輕的自責的包袱。丙君在出清的當下，仍自豪有勇氣當機立斷認賠殺出，自認做出了明智的決定，事後才發現該檔股票果真逐漸回檔，在持有及賣出投資標的均未詳加分析的情況下，錯失了獲利的機會。

(二) 個案分析

表 4-3 丙君投資個案分析表

投資人	基本資料	投資標的	認知偏誤類型	
丙君	65歲 建築業	股票	過度自信	孩子近期投資都有獲利，對其投資眼光很有信心。
			現況偏誤	雖投入資金，但仍維持原習慣一置之不理的投資惰性。
			易取性偏誤	虧損引發聯想，自己亦將陷

				入壁紙股的故事情節
--	--	--	--	-----------

資料來源：本研究

許多經歷過失敗的投資人，會歸因為自己沒有投資理財的天賦和幸運，並與投資市場漸行漸遠。其實多數只是尚未弄清楚自己的投資性格，還沒找到對的投資方法。具研究熱情的投資愛好者，當然可以選擇較靈活的操作模式；然而也有不需緊盯行情，較為穩健的投資方法。不論何種方法，都必需克服過去習以為常的情緒與偏誤，方能持續鍛鍊出最適合自己的成功投資模式。

四、訪談個案：丁君 買股票當嫁妝

(一) 個案摘要

1. 娶某前生子後

丁君從事建築業，大學主修經濟，對於台灣經濟的分析頗有自信，1997年8月股市站上萬點，且孩子即將出世，深信「娶某前生子後運勢最強」的說法，遂與老婆商量著應該更積極理財，為孩子的將來備妥資金，因此將100萬的存款投入股市。

2. 有土斯有財

丁君想起父親的教導「台灣土地有限，有土地就有財富」，選擇股票時都是針對擁有大筆土地資產的公司做投入，東元是以51元購入、中石化則以43元購入。其他的電子科技、金融...等類股，則都被丁君歸併到不太靠譜的投機股雜股，安全不在考慮範圍之列。

3. 亞洲金融風暴來襲

1998年亞洲金融風暴延燒到台股，然而丁君奉派中國大陸一年，無暇看顧手中股票，雖然每回返台假都發現股票又縮水了，但總想著「股票要長期持有才能大幅獲利」、以及老婆交待「現在賣掉馬上虧損8成，留著等待回本吧，反正股票是要留給女兒將來當嫁妝的。」因此始終未曾處理這些股票。18年過去了，這些股票像牛皮一樣堅韌，一動也不動。

4. 不再買股票 直接買土地

丁君依然謹記父親「有土斯有財」的家訓，並靠著在建築業累積下來的專業敏感度，多年來在直接投資在具有發展潛力的土地資產上，靠著年年成功推案，逐漸創造了可觀的財富。只是丁君偶而回首當時的股市初體驗仍會感嘆：「當年的 100 萬若投入電子類股，並且適時好好的調整投資組合，單是這一筆資金所能創造的財富，那麼額外為女兒創造的嫁妝何止一牛車啊！」

(二) 個案分析

表 4-4 丁君投資個案分析表

投資人	基本資料	投資標的	認知偏誤類型	
丁君	45 歲 建築業	股票 土地	過度自信	經濟系的背景，過度相信自己對股市前景的掌握度
			易取性偏誤	家訓如影隨形，眼中只見資產股，看不見其他潛力股
			損失趨避	對於虧損的股票砍不下手，提出各種安慰說法持續保有

資料來源：本研究

投資認知偏誤對於具有專業背景的投資者，往往形成更大的傷害，過度自信、過度樂觀、確認偏誤…都容易讓這群專業人士陷溺更深。易取性偏誤則容易讓我們劃地自限，固著在熟悉卻未必是最適的投資領域。投資人多了一份覺察力，就有機會早一步自偏誤泥淖中脫身。

五、訪談個案：戊君 太陽能產業

(一) 個案摘要

1. 太陽能產業全盛時期

戊君自傳產業退休後，持續關注股市動態，然而在投資過程中，還是曾經不慎踩過財報地雷股。2010 年太陽能產業在國家政策推動下一路上漲，戊

君持續關注的「科風」由高點 102.5 元跌至 45 元，由於對此產業深具信心，45 元的股價是相對便宜，決定逢低進場。

2. 五鬼搬運虛增營業額

2011/11/5 檢調接獲檢舉，指稱科風為了維持股價和投資人信任，利用旗下科冠公司製造循環假交易，虛增 4.7 億營業額，當月股價急殺到 10.6 元，然而戊君仍蒐集到許多對太陽能產業及科風發展有利的資訊，故而不願停損賣出。然而 2012 年整體太陽能產業已不敵中國大陸廠商的競爭，科風股價跌至 5 元，戊君為此損失 20 餘萬，是投資生涯中的慘痛經驗。

(二) 個案分析

表 4-5 戊君投資個案分析表

投資人	基本資料	投資標的	認知偏誤類型	
戊君	50 歲 傳產業	股票	過度自信	對太陽能產業未來發展過於自信
			認知失調	即使看到假帳疑雲，仍相信產業前景，未深思科風為何需要做帳為營業額灌水
			確認偏誤	股價持續下跌，仍選擇性蒐集有利訊息，忽略不利消息

資料來源：本研究

經此一役，具備財務專業的戊君，更加細心做投資標的的財報分析以掌握公司經營體質，以數據管理來讓過熱的投資大腦得以恢復理智。此外，戊君用心整理了一份投資筆記，詳述每筆交易過程及當時經營層人事動態與公司基本面情報，不論投資成功或失利都可回頭檢視、真實反省決策品質，戊君自科風案後，不曾再踩過財報地雷股。

第二節 投資日誌與個案分析

一、前言

根據 Peterson 的建議，以投資日誌記下驅動投資決策的原始假設與這些決定的結果，可以洞悉判斷的優缺點，消弭決策偏誤與心理盲點。

本節擬從「撰寫投資日誌」探討祛除認知偏誤的方法，由研究者親自體驗投資日誌之撰寫，嘗試矯治認知偏誤之可能性。本節文末並探討雲端時代投資日誌新樣式，引進導師/教練批改日誌（2.0 版）、社群媒體式日誌（3.0 版）新概念。

二、為何要撰寫投資日誌

十九世紀末心理學家 William James 以內省（introspection）做為心理學的研究途徑。清末大臣曾國藩每天寫日記，持續三十多年未曾間斷；記下當天所作所為，反省與檢討言行是否得當、處置是否得宜？日記是自己與自己的對話，寫作過程有如自我粹煉，使他成為著名的學者、政治家、軍事家。自我反省似乎是中華道統的成聖之路，兩千五百年前的曾子說：「吾日三省吾身。」曾子每天自我檢討三次，曾文正公每天寫一篇日記。

投資股市亦如調兵打仗，也很需要瞭解自己的心路歷程，不停地檢討與改進，《投資人的大腦革命》作者 Peterson 建議：「以投資日誌記下驅動投資決策的原始假設與這些決定的結果，可以洞悉判斷的優缺點，消弭決策偏誤與心理盲點。」（Peterson, 2007）。

讓我們 KUSO 時光穿越劇：愛寫日記的曾國藩復活了，他不再南征北討，轉而征戰股海，前世裡連寫三十餘年日記的 DNA 帶至今生，日記文裡當有內心貪婪與恐懼的檢討砥礪，他精鍊投資修為，犯錯的機率愈來愈少。不知巴菲特是否撰寫投資日誌，但他每年「給股東的一封信」，有時也出現自我反省的字句，金融海嘯來襲，2008 年 10 月告訴大家「我要進場了！」（Buy American. I am.）四個半月

後，他告訴股東：「我幹了些蠢事！」這期間道瓊掉四分之一，他也在反省。

日誌與公開信不同，日誌是自己與自己的對話，投資是場不會落幕的內心戲，永遠有恐懼與貪婪兩大主角在投資人的私密戲臺尬戲。公開信已經仔細雕琢，經會計師、律師層層過濾把關，方能公諸於世，有如周哈里視窗（Johari window）左上角的「開放區」，但只是冰山上層之一角，自己不知道的「盲點區」「未知區」影響投資操作更為巨大，若日誌方法得宜，可協助周哈里視窗中央十字分隔線向下移、向右移，減少「未知區」的面積，不讓潛意識裡的貪婪、恐懼、自大、懊惱、沮喪、焦慮、失落等非理性情緒，成為投資路上的絆腳石。

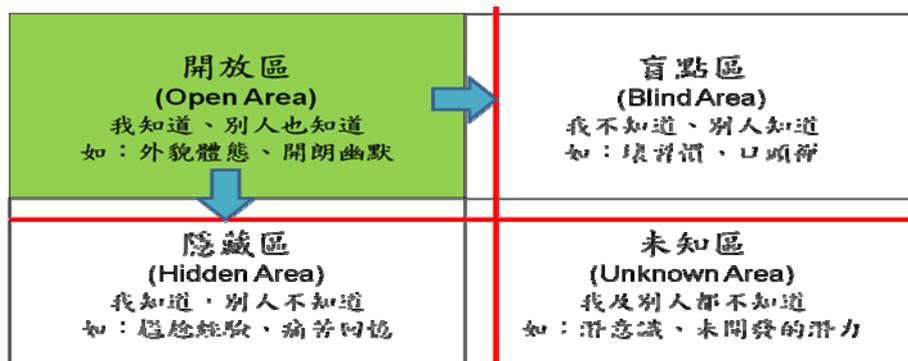


圖 4-1 周哈里視窗圖

未知區存在個人的潛意識，如同海平面底下的冰山，人們所認識的自己僅為露出海面的那一小部分。Freud 以夢的解析協助當事人與自己的潛意識對話，記錄自己的夢境也是一種日誌，通往潛意識暗黑世界的橋樑。

投資日誌又稱交易日誌，「日誌」的英文為 diary 或 journal。個人電腦尚未誕生的年代，跑「號子」的投資人都有自己的筆記本，記錄股價、成交量，甚至自己劃 K 線圖，記註自己的心得與感想。網路、電腦、行動裝置如此發達的今天，投資人可以隨時取得投資記錄與行情變化，許多投資人不再有筆記本了。網路可以擷取即時的技術分析資訊，但卻無法記錄投資人心思意念的變化與起伏，然而後者往往是成敗關鍵之所在。

投資日誌有何功能？第一個原因彌補記憶之不足，我們常忘記或扭曲曾做過

的交易之理由，如果當時曾寫下買/賣的原因，可供事後驗證比對。其次是與自己內心的情緒對話，減少投資過程的非理性干擾。日誌也可成為錨定 (anchor)，進而促動買/賣決策與行動，明明幾週前心理想著：「到 XX 元就要進/出場。」真的出現那個價位卻沒進/出場，如果之前先把自己的想法 (以該價位進/出場の理由)，透過日誌，幾週前的你與現在的你對話，可避免隨性式，想的是一套做的又是一套，毫無紀律的投資行為。

三、投資日誌實際案例

投資案例來自自身投資經驗，本節以個案持續撰寫一年的投資日誌，分析投資過程中出現過的各項心理偏誤，逐一檢核及探討在此過程中的情緒變化，並逐步修正投資認知偏誤。

(一) 投資日誌 (2015/01/02)

1. 撰寫投資日誌的緣起

「以投資日誌記下投資內言 (internal dialogue)，可以幫自己心理治療、行為矯治，避免犯錯。」在林教授課堂學到："A short pencil is better than a long memory." (寧可相信再短的筆，也不要相信記憶)，他提出撰寫投資日誌是對抗認知偏誤 (hindsight bias, herd effect, recency bias, cognition dissonance...) 的有效工具。

其實自己原有記錄生活日誌的習慣，了解透過這樣的回顧反省，可以幫助自己沈澱並調整生活態度。只是自我管理紀律不足，雖然知道留下記錄有諸多好處，一年還是寫不了幾篇，正如古德所云：「只見汝知見，未見汝行履。」

2. 生活中持續出現的徵象

無獨有偶地，近期生活中持續出現提醒自己該留下日誌的徵象：

其一、讀卡內基同學李醫師的 e-mail 來函，他回應了我所轉寄的生活美學短文，提到了他有紀律地將生活體悟做成 journaling，並附帶了一篇去年聽完某場演講後心有所感，以 PPT 方式寫下的體悟摘要。

其二、重看「阿凡達」電影，主角以錄影做生態觀察日誌，記錄了化身為納美人後，由生態觀察家，漸漸完全融入，到徹底成為族群一分子的心境變化過程。

其三、隨孩子讀幾米的《我只能為你畫一張卡片》，幾米記錄下來的是 2002 年耽溺在憂鬱情境的畫面。現在的幾米，只怕難有這樣孤獨寧靜的時刻了！

其四、修習林教授的心理學課程，常常被課堂中隨性提到的案例，或課本中精心鋪陳的心理學理論打到，故而毛遂自薦希望能被納為論文指導門生之一，林教授所給的第一個指示，恰恰正是：「記理財日誌，分析心理變化……。」

3. 分享正常傻瓜的迷思

看來，有紀律的寫下理財行為，該是 2015 年因緣俱足後的必然作為了。做為「正常的傻瓜」(奚凱元, 2007)，我的迷思也可能是許多人都會有的迷思，分享這些親身經歷過的小故事，可適時點醒親友及同好，幫助自己及大家更正面的看待及因應理財行為的種種認知偏誤。

2015 元旦假期，寫下此文，作為理財行為投資日誌的序篇。下回，要寫的是個人投資簡歷及重返股市的理財計劃。

(二) 投資日誌 (2015/02/04)

1. 投資簡歷與計劃

由於經歷過家人經商失利的不安定過程，我的理財態度甚為保守，對於股匯市此類具有一定投機性質的理財工具向來敬而遠之。

然而，某個意外之財的降臨，終於動搖了我多年謹慎保守的信念：1997 年裕隆汽車開始發揮廠辦集中企業轉型後的效益，Cefiro 等新車型相繼橫掃車市，創造了可觀盈餘，接連幾年加發十數月的年終獎金。就在清償了大部份的首購房貸之後，我開始思考標會及定存以外的理財工具。適逢此時股市起漲，同事親友終日暢談如何在股市累積到可觀的財富，終於下定決心抓緊時代潮流，開了證券戶，開始從媒體曝光度大，及較熟悉的產業開始投入資金。

2. 轉戰房產不再費神研究股市

經歷 1997 年及 2000 年股市 2 次上萬點，及 2001 年重跌至 3 千餘點，心情隨著股市起起落落，終於在幾番股價腰斬後，於 2002 年全數認賠殺出，以殘餘的資金清償了首購房貸，就此不再接觸個股。其後數年，以定期定額購入較為穩定的海外共同基金，但成效不彰，2008 年金融海嘯襲擊，再次經歷鎩羽而歸的情境，漸漸回檔後，出清了全數共同基金投入房地產，2012/12 以貸款 5 成方式購入住家附近的樓店，此後的資金只管還房貸，不再費神研究股市及基金動態。

3. 接觸投資心理學重新看理財行為

透過投資心理學這堂課，初步學習到投資過程中可能出現的種種認知偏誤，趁此低利時代，應適時調整理財態度，重新認識股匯市等投資工具，寫下投資日誌，深入體會投資過程的盲點與偏誤，進而修練較為理性的投資行為。2014/12 重開證券戶，暫緩樓店貸款償還的腳步（剩餘 180 萬元，利率 2.21%），選擇以 TWN50 為首支投資標的。

4. TWN50 入門新選擇

TWN 50 是相對保守型的入門選擇，本想待股價接近 56.7（5 年中位數）左右再購入，卻始終不見回檔，為了儘速實際感受投資情緒，2015/1/21 以 67.2 買下第 1 張，擬待其回檔再補幾張，逐步攤低成本建立投資部位，2015/2/4 股價已來到 69.4，我該開心旗開得勝，還是煩惱無法建立投資部位呢？…我的停損停利計算基礎點，應該是第一張購入價的 67.2 元？或是理財書籍所提的中長期中位數 56.7 元呢？再多想想。

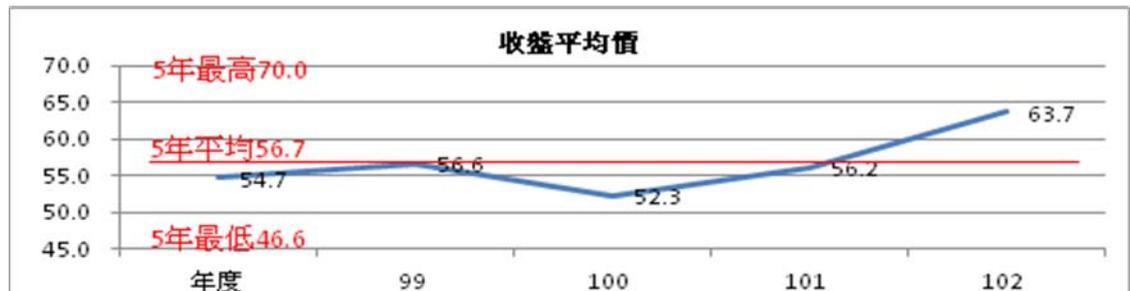


圖 4-2 台灣 50 過去五年平均股價圖

資料來源：依 Yahoo 奇摩股市數據製圖整理

(三) 投資日誌 (2015/02/10)

1. TWN50 買賣標準

基於實驗精神以 67.2 元買入首張 TWN50，接著該訂出買入與賣出的標準，是買入首張的 67.2 為計算基礎？或是 5 年、4 年、1 年中位股價為基礎？若以投資目標為 3%~5% 的年投報率（至少大於房貸的 2.21%），操作方式：(1) 2015 年備 60 萬，佈 10 張 TWN50 投資部位---股價中位數 58 元*10 張；(2) 股價走高，漲 30%，則收成還房貸；股價走低，跌 30%，加碼建立部位。

2. 何處是買點

然而現況不論 4 年或 1 年均價，2/10 的 68.25 都不是建立部位的好時點。10 年未買股票，好處是價位上沒有預設立場、沒有包袱，處處是好的買點；壞處是接下來的 9 張怎麼買，沒有經驗值參考點，1~4 年中長期平均參考價看來都失效，短期內不會有下手買股的機會。



圖 4-3 台灣 50 2011/1~2013/1 股價變化圖

資料來源：依玩股網圖表整理

3. 隨機定錨點

再想想，或許請教幾位股市投資經驗豐富的親友，他們會怎麼操作？最簡單的作法，是直接將買賣參考點設在首張 TWN50 的買入價 67.2 元。如此，或許是買在相對高點，好處是更有信心逢低佈局足夠的 TWN50 部位，這或許

可以用來改善我過度保守的投資習性。

(四) 投資日誌 (2015/02/16)

1. 投資和投機

在這個股市行情持續看漲的時刻，再投入資金究竟是投資還是投機呢？看了幾本行為財務學的書，提到了所謂的投資，指的是以長期的角度來持有某種證券或商品，參與長期成長所帶來的利益；而所謂的投機，則是從短期的角度來買賣證券或商品，因此最重要的是價差，而不是長期持有的利益。因為架構的不同，投資和投機的操作方式也有很大的差異：長期投資人注重的是價值，所以偏向買進價值合理或被低估的證券，一般來說不但不會設定停損點，還會趁著價格下跌的時候分批買進（楊聖璋，2009）。

2. 資金閒置何時出手

何時才是建立 TWN50 投資部位的好時機，近日持續困惑中，準備了 60 萬放在證券戶頭，遲遲不去活用這些資金，有點可惜；然而貿然搶進，一下子打光彈藥，那就只能束手就擒，也無法從這段投資過程累積到較為豐富的投資經驗。Buffett 曾說：「你必須隨時擁有充裕的資金，如果你想射中大象，你就必須隨時把槍帶在身上。」

3. 長期投資的角度

除非遭遇巨大的經濟變數，TWN50 應該是回不到 5 年平均價格，而未來 3~5 年對這些資金暫無其他使用計劃。因此，我應以長期投資的角度來看待部位建立的決策，再觀察一段時間，或許跌破 1 年中位數 66 元就逐步買入，若能跌到 4 年中位數 58 則大舉買入。

(五) 投資日誌 (2015/03/04)

1. 投機換經驗

TWN50 依然居高不下。觀察自己所處的產業前景，以及整體景氣預測（立委們近日正以此為媒體廣宣素材，訴求為企業及公務員加薪），預期 TWN50 未來仍持續看好，短期內沒有條件回到四年中位數 58 元。2/26 以 70.1 買入第

2 張，投資態度上是「何妨投機 1 張看看？」

2/26 股價 70.1 元，未來展望：來到 75 元則售出；跌到 65 元則買進。



圖 4-4 台灣 50 買賣決策考量圖

2. 試水温的投資決策

70.1 已是歷史高價，風險偏高，若能漲到 75 則售出，賺點獲利經驗。若跌至 65，也好，賺點虧損經驗，並準備逐次加碼建立部位。以長期投資觀點來看，1 張 TWN50 多賺 1 萬或多虧 1 萬不影響大局，而我可重溫久違的獲利或虧損情緒，算是個試水温的投資決策。

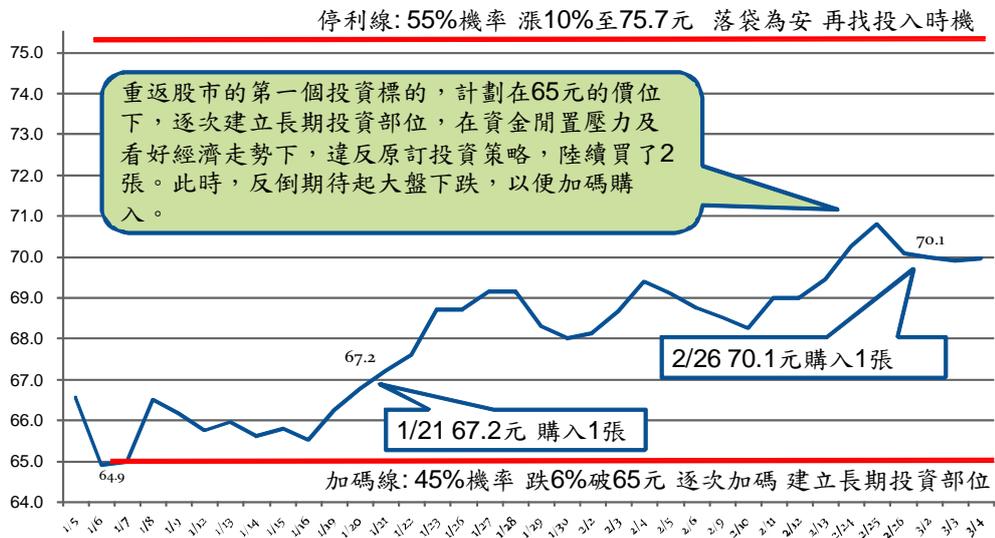


圖 4-5 TWN50 走勢與投資決策考量圖

資料來源：依 Yahoo 奇摩股市數據製圖整理

(六) 投資日誌 (2015/03/22)

1. 增加投資組合

台灣股市持續挑戰高點，3/20 大盤已來到 9750 點，TWN50 也跟著突破

歷史新高價 70.5 元。從 TWN 50 歷年股價走勢來看，過去 10 年股價高於 65 元以上只有 2.5% 的機率（股素人，2014），此時的股價是賣點而非我期待活用投資預備金的買點，應該再找其他妥適的標的。近日財經專家頻頻提到美元長期看好的走勢，或許該分散部份資金投入美元外匯了。第二個投資標的就選擇美元外匯，3/9 以 31.55 元的價位買入 2,000 美元。暫以 33 元（up 5%）為目標售出價，若跌破 30 元（down 5%），則同樣是逐次加碼建立部位。

表 4-6 過去台灣 50 的股價區間表

價格區(元)	總月數(月)	比例(%)	累積比例	區間比例
≤35.00	4	3.33%	3.33%	
35.01～40.00	4	3.33%	6.66%	6.66%
40.01～45.00	7	5.84%	12.50%	
45.01～50.00	27	22.50%	35.0%	81.67%
50.01～55.00	39	32.50%	67.50%	
55.01～60.00	25	20.83%	88.33%	
60.01～65.00	11	9.17%	97.50%	11.67%
≥65.01	3	2.50%	100%	
合計	120	100%	100%	100%

註：由 92/6/30～102/5/30，120 個月（10 年）的統計值。

資料來源：股素人，股票收租法

（七）投資日誌（2015/04/02）

1. 資金閒置與放手一博

三個月過去了，手上閒置的投資預備資金尚有 40 餘萬，感受上，資金閒置的壓力不亞於虧損，這就像安排棒球好手王建民只能在牛棚候著、要求三國大將關羽只能堅守城池不得出戰，總是覺得氣悶。然而，股市已近萬點，正是 10 年前投資股票失利的相同情境，想起當年滿懷期待投入全數資金，惡夢卻無聲無息地襲來，深刻體驗到每週跌掉一個月薪的驚慌，還要在這樣相同的情境下，再度挑戰走鋼索的滋味嗎？

2. 加碼投資美元

按理說總資金不過 60 萬元，應該是集中火力於 TWN50 就好，然而心中存股市近萬點的歷史陰影存在，就將資金再加碼到美元外匯好了，一來可分散投資風險，二來可緩解資金閒置壓力，至於為何持續選擇美元，這是基於陳文茜訪問財經專家的見解、「產業經營與策略」佘老師的剖析，以及「國際投資決策」王老師的簡報。綜合以上考量，加碼第二個投資標的美元外匯，截至 4/2 共計購入 4000 美元。

表 4-7 美元投入金額及現值表

投入金額			
日期	匯率	買入USD	NTD
3/9	31.55	\$2,000	\$63,100
3/23	31.46	\$500	\$15,730
3/25	31.32	\$1,000	\$31,320
4/2	31.25	\$500	\$15,625
合計		\$4,000	\$125,775

資料來源：本研究

(八) 投資日誌 (2015/04/15)

1. 投資陸股 ETF CFA50

台股由 2011 年的 6900 點一路攀升，已突破 9500 點，台股目前顯然已不是好的買點，宜分散資金於其他市場，陸股近來表現火紅，或許也該開始參與對岸的經濟發展了。陸股雖是陌生的投資領域，不過，中國經濟地位攀升、未來潛力驚人，是極有獲利機會的投資標的，應該持有部份投資組合在此市場。

在朋友及理專的推薦下，3/31 購入 5 張新成立的陸股基金—國泰富時中國 A50 基金（每張 2 萬 NTD，合計 10 萬 NTD），藉此，也關切這個與台灣互動最密切的經濟體動向。

2. 國泰富時中國 A50 基金特色：

國泰富時中國 A50 基金特色：（1）A50 指數之成份股，為中國市值最大 50 家 A 股公司；（2）A50 的公司家數佔 A 股僅 3%，市值佔比達 33%；（3）全球以本指數為標的的 ETF 達 170 億，大於滬深 300 指數的 62 億，顯示海外市場認同度高。

(九) 投資日誌 (2015/05/01)

投資陸股是個奇妙的經驗，雖然買的是抗跌緩漲的 ETF，卻能 1 個多月就創造近 2 萬（17%）的投資效益，這個緊鄰台灣的經濟強國，難道發展潛力真的被長期低估了？雖然，已有同期購入的同學已開始出脫 A50 持股，但是自己只投入區區 10 萬元，不妨再多觀察，不急著獲利了結。



圖 4-6 中國 A50 基金走勢與投資決策考量圖

資料來源：Money DJ 理財網加本研究整理

(十) 投資日誌 (2015/06/30)

1. 半年投資效益結算

上半年投入台股 TWN50、陸股 CFA50、外匯美元等 3 項標的，結算效益：

表 4-8 2015 Q2 投資效益小計表

Q2結算(2015/1/1~2015/06/30) 金額單位: NTD

投資標的	購入量	購入均價	投入小計	現值	現值小計	投資效益
TWN 50	2	68.65	137,300	68.8	137,600	300
CFA 50	5	20	100,000	20.86	104,300	4,300
美元	4000	31.44	125,760	30.78	123,120	-2,640
總計			363,060		365,020	1,960

資料來源：本研究

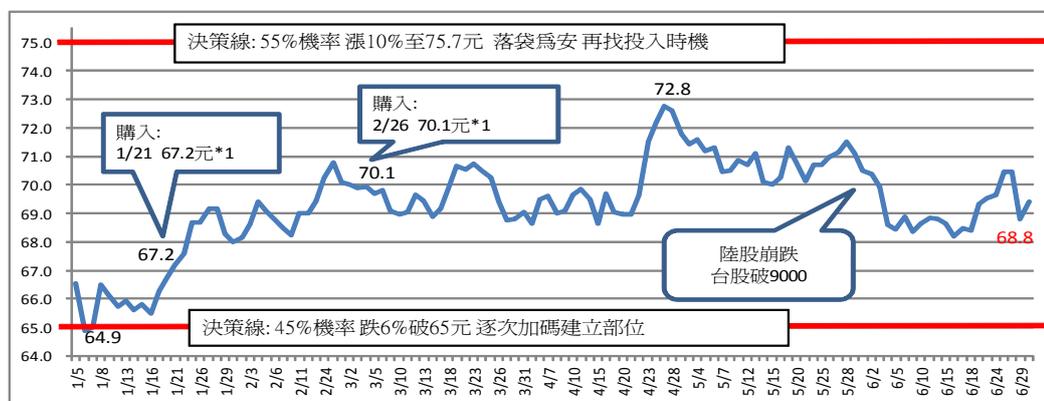


圖 4-7 台灣 50 買賣決策線圖 (2015/1/1~6/29)

2. 錯過了 CFA50 最佳賣點

由於生活忙碌無法緊盯市場行情發展，錯過了 CFA50 24.72 的高點，Q2 台股及陸股崩跌，原本的獲利多數回吐。不過買的是保守型的 ETF 及外匯，即使遭逢陸股大盤戲劇性的變化，整體投資組合並未有太大損失。由此觀之，選擇 ETF 確實是較為安穩的投資屬性，不過可能也錯失了較佳的獲利機會，或許應該再分散部份資金到風險略高收益較佳的投資標的，亦即執行穩健型核心投資 80%+積極型衛星投資 20%的投資概念。

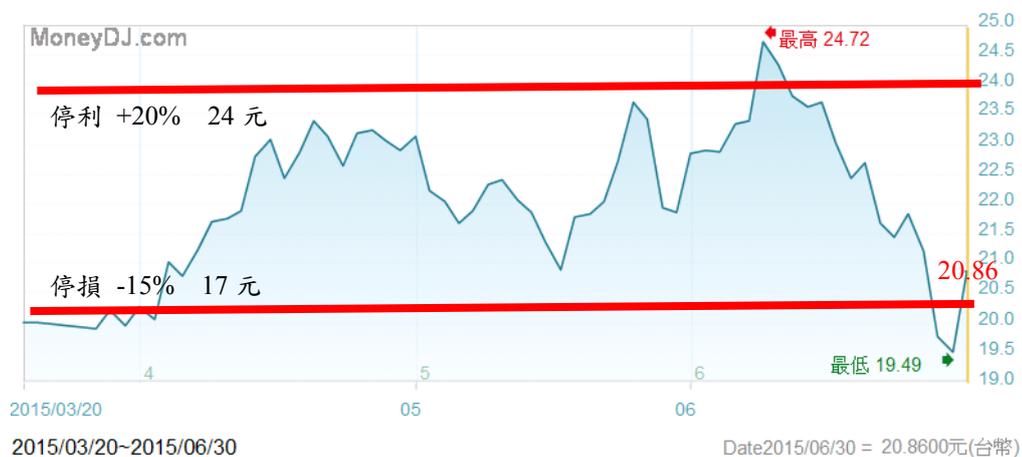


圖 4-8 CFA 50 買賣決策線圖 (2015/3/20~6/30)

資料來源：Money DJ 理財網加本研究整理

(十一) 投資日誌 (2015/07/14)：

1. 買賣決策點

TWN 50 +0.1 萬：1/21 67.2 1 張+ 2/26 70.1 1 張 (投入 13.7 萬-現值 13.6 萬)

停利線: 55%機率 漲10%至75.7元 落袋為安 再找投入時機

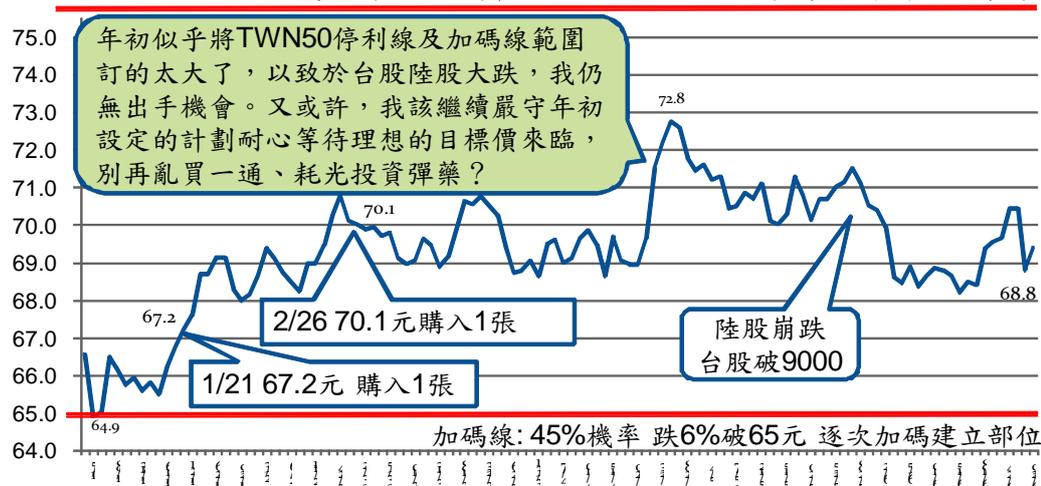


圖 4-9 台灣 50 買賣決策線圖 (2015/1/1~7/13)

資料來源：依 Yahoo 奇摩股市數據製圖整理

2. 資金閒置

年初，將賣出點（75 元）及建立部位買進點（65 元）範圍訂的太大了。1/21 購入首張台灣 50 後，半年過去，最高只到 72.8 元，最低也還有 67.1（即使遭逢十數年難得一見的陸股崩跌）。張數少加上變動幅度未達目標值，缺乏追加或賣出的動機，資金閒置甚可惜。或許對 ETF 股，應設訂較小買賣範圍。又或許，本來就不該在這樣的範圍買賣，耐心等待理想的目標價（65 元）來臨。

(十二) 投資日誌 (2015/08/02)

1. 陸股崩跌

CFA50 現況-0.8 萬：投入 10.0 萬 NTD-現值 9.2 萬 NTD

陸股由年初的 3000 點急攻 5000 點，旋即回跌，目前處於 3500 點保衛戰。手中持有 5 張 CFA50（中國富 50 基金），6 月錯過 24.72 賣點，錯過的主要原因是生活繁忙，且只購入 10 萬元，故而未緊盯陸股起落積極操作。

2. 後續行動

在停利（+20%）及停損（-15%）的決策線範圍內，持續觀望。中國大陸的經濟成長仍然值得期待，但陸股畢竟是相當陌生的領域，目前只適合試水温學經驗，藉由投資 CFA50 開展大陸投資視野，暫不考慮加減碼。

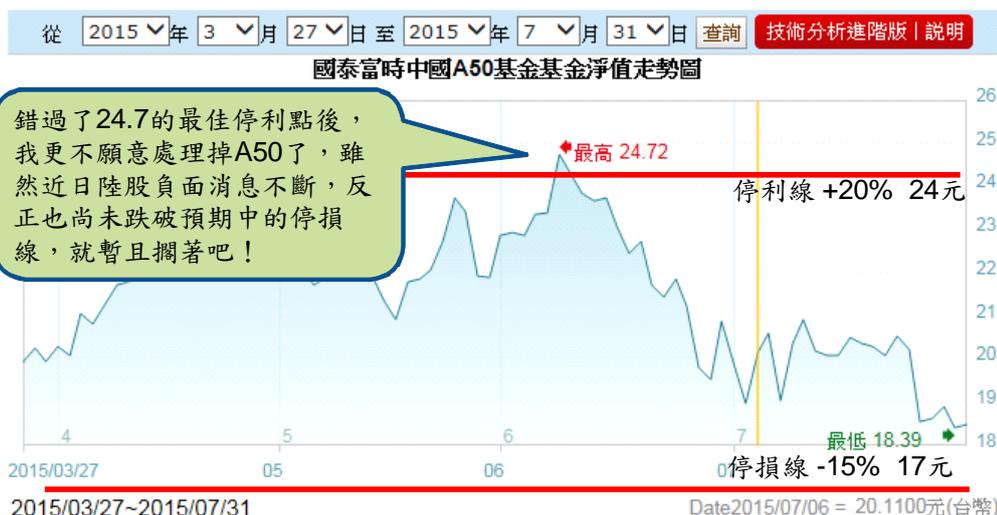


圖 4-10 CFA 50 買賣決策線圖 (2015/3/20~7/31)

資料來源：Money DJ 理財網加本研究整理



圖 4-11 上證綜合指數 1 年期走勢圖 (2014/08/01~2015/08/01)

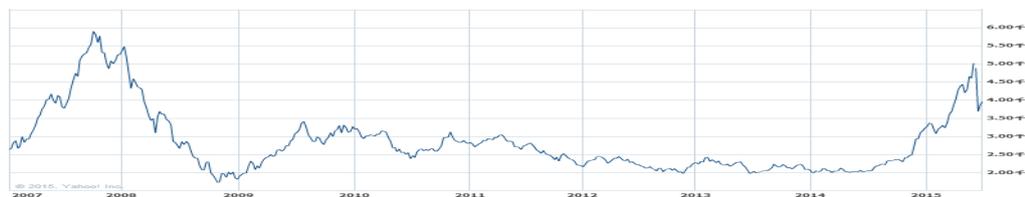


圖 4-12 上證綜合指數 7 年期走勢圖 (2007/01~2015/08/01)

(十三) 投資日誌 (2015/08/03)

1. 美金投資效益

表 4-9 美金外匯現況表

2015年美元投資效益小計(2015/3/09~2015/08/02)

日期	匯率	買入USD	NTD
3/9	31.55	\$2,000	\$63,100
3/23	31.46	\$500	\$15,730
3/25	31.32	\$1,000	\$31,320
4/2	31.25	\$500	\$15,625
平均	\$31.44		
合計		\$4,000	\$125,775
截至8/2投資效益(32.56)			\$465

2. 投資美元的初衷

投資美元的初衷是今年3月底的股市已近萬點，宜分散股市投資風險到外匯，美元是多位財經專家建議的投資標的。3/9~4/2 陸續買入 4000 美元，並以 33 元 (up 5%) 為獲利目標，若跌至 30 元 (down 5%)，則逐次加碼建立長期投資部位。過去這半年，美元兌台幣價位始終未過此停損停利點。

3. 美元後續投資動向

與投資陸股的態度相同，投資美元的目的，亦僅為擴大視野，讓自己多一些關切國際投資環境的動機。維持±5%的操作邏輯，暫時不動這筆資金。



圖 4-13 美元走勢及購入時點示意圖

資料來源：玉山銀行網站加本研究整理

(十四) 投資日誌 (2015/8/7)

與朋友談起自己的操作策略，她對於我只選擇 ETF 及外匯等保守型投資標的感到不可思議，建議我只要做好個股財報分析及產業情報的收集，應該可以用較積極的作為來獲取更好的投資效益。近期大盤呈現跌勢，仁寶是過去關注過的個票，親友曾經長期操作此股，取得不錯的投資績效。仁寶最近接單狀況不錯，且進行了新事業的轉投資，應該值得投資，以 21.52 的價位購入 5 張，也讓手邊的投資組合因個股的加入，顯得積極均衡些。

(十五) 投資日誌 (2015/08/10)

1. 第 3 張 TWN50

台股持續崩跌，終於等到 TWN50 的建立部位決策線—65 元以下，今日以 64.6 購入第 3 張，後續若再跌至 63 元以下則持續買入建立長期投資部位。

2. 資金活用

這是一個頗為錯亂的情緒，手中的持股下跌，心情卻是愉快的，守候 8

個月，終於等到預期中建立長期投資部位的買入點，閒置多時的資金終於能活用了。我想，這是因為對於 TWN50 的操作概念是建立大量投資部位並長期持有，以每年至少 10 張的速度，持續長期部局此檔 EFT 水位，因此短期的起落不是重點，重點是以合理價位建立持有量。

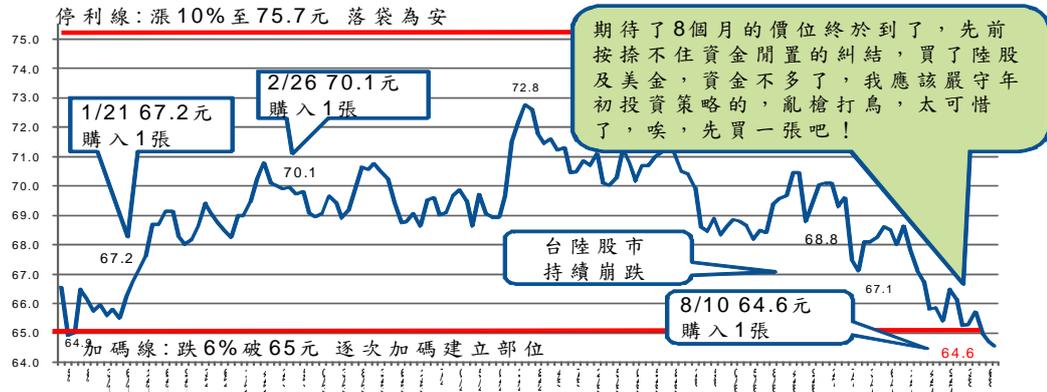


圖 4-14 台灣 50 買賣決策線說明圖 (2015/1/1~8/5)

資料來源：依 Yahoo 奇摩股市數據製圖整理

(十六) 投資日誌 (2015/8/24)

1. 第 4 張 TWN50

TWN 50 持續下跌，是預期中持續買進建立部位的理想價格，8/12 以 63.3 元購入第 4 張，預備的資金已耗盡，否則會再繼續逢低承接。事實上，台股的崩跌走勢又快又猛，以 60 元以上的價位承接，都算是躁進了。

2. 黑色星期一

8/24 台股跌破 10 年線，被媒體形容為黑色星期一，大盤來到 7410 點，號稱牛皮股的 TWN 50 已跌至 57.5。雖然虧了些錢，但有了十年前聯電股價腰斬經驗，此回倒覺得坦然，只是誤判等不到 65 元以下價位，未能謹守目標加碼線以下才入場的初始目標，還是操之過急了。巴菲特說：「我喜歡在悲觀的股市環境中操作，原因不在我喜歡那種情緒，而是我喜歡那種情緒所產生的價格。」我和巴菲特一樣，都喜歡這個悲觀的台股氛圍所產生的好價格，但遺憾的是，我早已彈盡糧絕了。



圖 4-15 台灣 50 買賣決策線說明圖 (2015/1/1~8/20)

資料來源：依 Yahoo 奇摩股市數據製圖整理

(十七) 投資日誌 (2015/10/05)

1. 購入 5 張仁寶

仁寶是過去關注過的個票，近期股價已跌至谷底，聽聞仁寶最近接單狀況不錯，且進行了新事業的轉投資，後市應當可期，故以 21.52 的價位購入 5 張，也讓手邊的投資組合因有個股的加入，顯得積極、均衡些。

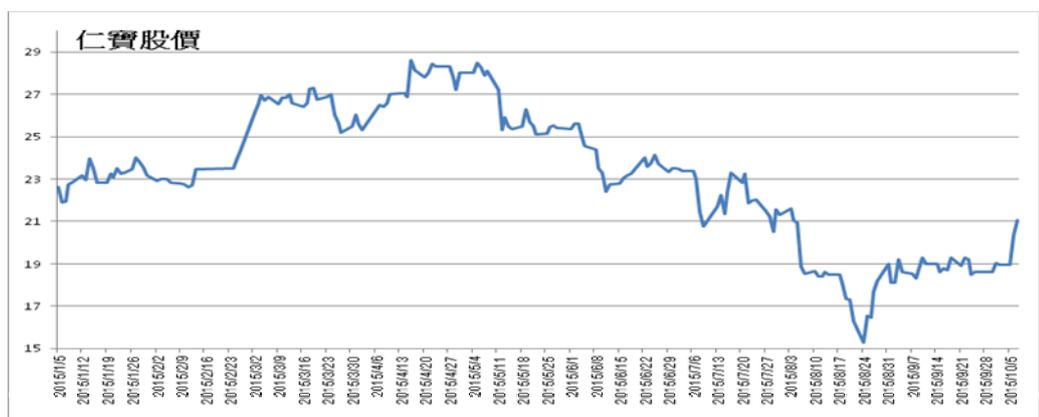


圖 4-16 仁寶股價走勢圖 (2015/1/1~10/05)

資料來源：雅虎奇摩

(十八) 投資日誌 (2015/12/31)

1. 2015 年投資回顧

2015/Q4 後大盤始終在低氣壓徘徊，手邊已無資金可攤平操作，而生活中也尚無資金急用需求，索性就將這個重返市場的投資組合暫時擱置一旁，這一來，很快又恢復了過往對股市動向未多加關注的理財惰性。

總計 2015 年損失約 3.2 萬，相較於 1997 年間一張股票就能跌掉十來萬，這回的股市起落並未帶來太多情緒波動，也無意願頻繁買賣，當然這也跟此回挑選較為保守的投資標的有關。後續，待下一筆資金到位，或許會試著採用較為積極的投資標的與操作策略。

表 4-10 2015 投資回顧表

2015投資回顧(2015/1/1~2015/12/31)							金額單位:NTD	
投資標的	購入量	購入均價	投入小計	現值	現金股息	現值+股息小計	投資效益	
TWN 50	4	66.3	265,200	60.75	8,000	251,000	- 14,200	
CFA 50	5	20	100,000	18.34	-	91,700	- 8,300	
仁寶	5	21.52	107,600	18.50	7,500	92,500	- 15,100	
美元	4000	31.44	125,760	32.843	-	131,372	5,612	
總計			598,560			566,572	- 31,988	

資料來源：本研究

(十九) 投資日誌 (2016/03/25)

1. 2016 初春之股市回春

經濟學家凱因斯說：「一個人的知識和經驗有限，我覺得可以讓自己稱得上是滿懷信心的企業，很少超過三家。」凱因斯強調的是聚焦的概念。2016 開春，因緣際會購入舊農舍一戶，擬做為退休後耕讀生活之用。考量可投入股匯市的資金及時間不多，暫時無法頻繁研究個股財報，投資策略也應該聚焦在穩健型的 ETF 及美元。

2. 聚焦 結清仁寶

2016/1/22 快刀斬亂麻，結清仁寶，略有虧損，不過也藉此逐漸摸索出較適合自己的「穩健保守、長期持有」懶人投資策略。有趣的是，A50 早已跌破停損點，卻始終沒有意願出清，已分不清是對中國大陸發展深具信心，抑或是捨不得認賠殺出了。

表 4-11 2016 Q1 投資回顧表

投資現況(2015/1/1~2016/03/25)

金額單位: NTD

投資標的	購入量	購入均價	投入小計	現值	現金股息	現值小計	投資效益
TWN 50	4	66.3	265,200	64.05	8,000	264,200	- 1,000
CFA 50	5	20	100,000	16.25	-	81,250	- 18,750
仁寶(2016/1/22結清)	0	21.52		17.7	7,500	-	- 19,100
美元	4000	31.44	125,760	32.77	-	131,080	5,320
總計			490,960			476,530	- 14,430



圖 4-17 CFA 50 買賣決策線說明圖 (2015/3/27~2016/3/24)

資料來源：Money DJ 理財網加本研究整理

(二十) 投資日誌個案分析

1. 由一年的投資日誌分析認知偏誤狀況：

表 4-12 徐君投資個案分析表

認知偏誤	個案分析
易取性偏誤	受家人投資失利影響，早期認定股匯市就是投機，故而敬而遠之。認為台股ETF是抗漲緩跌的投資標的，陸股ETF也會是穩健型。
心理帳戶	Cefiro熱賣加發十數月的年終獎金，願意將拿獎金放膽投資。
羊群效應	股市大漲，同事親友終日暢談致富，開始跟著潮流投入股市。對於陸股並不熟悉，只因媒體大幅報導，未做研究即決定投入。
損失趨避	經歷股市及基金狂跌，都有不甘損失，拖到腰斬後才勉強出清。面對A50跌破停損點，仍一味相信會有轉機，不願認賠出清。
原賦效應	買入首張TWN 50後，對此股更有信心，70.1歷史高價又購入。持有A50後，對大陸經濟發展越見信心，即使並無具體事證。
確認偏誤	採納美元值得投資的資訊後，更留意於美元利多消息。急於消化閒置資金，鎖定熟悉的仁寶後，就只看得見正面消息。
缺乏自制	認知ETF是較安穩的投資標的，反而失去定期追蹤分析的紀律。雖已設定決策線，但未能嚴謹管理，確實依計劃實現買賣決策。

事後分析為投資人最佳學習工具，理性檢視過往錯誤，才能避免重覆發

生。回顧過去一年的投資內言，發現自己有「資金閒置」及「風險分散」兩項主要罩門，牽動了不安情緒而產生諸多認知偏誤，前者讓我急於採取投資行動，後者則容易被似是而非的概念左右投資決策。

在「資金閒置」方面，股素人在其著作「股票收租法」中建議投資人需有條款式、紀律性的節制，每年操作克制在 2~3 次，以抑制追高殺低的貪婪恐懼病。因此，非操作期間的「資金閒置」應該被視為一種常態，有成熟穩健的投資策略，可以幫助自己克服羊群效應、缺乏自制、確認偏誤…的影響。

在「風險分散」方面，投資大師費雪曾說：「分散投資不但不能降低風險，反而會提高風險，因為一個人不可能盡心盡力照顧好那麼多籃子裡面的所有雞蛋。」本次以 60 萬元的資金做為重返投資市場的試金石，金額並不高，其實不太適合陸股、外匯、個股…等過度分散式的投資策略。特別是自己無暇在各個投資標的上做足苦功深入研究，多數時候只是補風捉影，僅憑「分散投資」的籠統概念，將資金做天女散花式的投資，在自己對投資標的信心不足的情況下，也就更容易受易取性偏誤、損失趨避、原賦效應…的干擾。

投資陸股 A50 ETF 是個極有趣的現象，雖然設定了明確的停利、停損點，卻在漲過 23% 未獲利了結，跌破 27% 未認賠出清，直到目前手中仍原封不動保留這 5 張。我可以提出千百個理由否認這是損失趨避、確認偏誤…，但是，多讀幾次自己一路留下的投資內言之後，無庸置疑地，這些認知偏誤已綁架了我理智。

投資大師 Templeton 表示：「不犯錯的唯一方法是不投資—但這是最大的錯誤。因此，原諒自己的錯誤，將犯錯當成學習的經驗，確實找出犯錯的原因，以及如何避免重蹈覆轍。」投資犯錯是常態，我們可採較為積極正向的態度視之，在投資過程中不斷累積更成熟的知識、技術、能力，進而擺脫情緒及認知偏誤的干擾。這個時候，光靠運氣或意志力是不足的，我們不妨善用投資日誌的神奇力量，幫助我們回溯投資初衷，還原決策邏輯，透過記錄，可以較真實的觀察情緒對投資行為的影響，並認清個人理財特性，進而尋找個人最適理財模式。

四、雲端時代投資日誌新樣式

四十年前某某籃族楊大媽在號子裡進出股市，隨時準備筆記本，記錄股價變化、線圖、成交量等，偶而也加註只適合自己看的心情獨白。今天，年過七旬的楊大媽依然征戰股海，不再需要畫任何線圖，隨時隨地可取得包括戰果（即時損益）的各種資料，付費的交易軟體可以給投資人進階版的圖形與資訊，但卻不包括只適合自己的心情獨白，這卻是影響投資行為最深層隱晦的一面。換個說法，投資日誌的內容有兩種：客觀的、主觀的，線圖與價量是客觀的，內心的想法卻是主觀的，電腦與網路科技增加客觀資訊的易取性，也使我們忽略記錄與累積主觀資訊的重要性。

如果以 invest diary/journal 為關鍵字搜尋，不難發現有些商業性質的軟體公司、股友社或個人工作室兜售投資軟體，只是股票軟體或股友社冠以「投資日誌」之名的新包裝，例如 <http://investmentdiary.com/>。



圖 4-18 冠以「投資日誌」的股票軟體

資料來源：<http://investmentdiary.com/>

但如果能在線圖可自設「心情獨白區」，讓投資人在某個價位點寫入自己的看法或情緒並留做紀錄，增加投資日誌的主觀性內容，可算是 1.0 版。如果軟體開發商能提供「批改日記本」的導師/教練（mentor/coach），那就是 2.0 版了，巴不得有巴菲特老師批改我的投資心情日誌，在我寫下：「完了，我的 TWN50 跌一半了，我真後悔買股票！早知道，上個月就該賣了。」巴菲特給了一個眉批「加碼吧，同學！眾人恐懼時，你更該貪婪。」

社群媒體在投資日誌的建構也有其角色，算是 3.0 版，如同日記有其隱私性，

然而，並非所有與投資有關的心情敘述皆適合公開。有個部落格

<http://ckchaokenneth.mysinablog.com/> 應當是某位香港投資人的投資日誌，並不具招攬會員等商業色彩。投資日誌結合社群網站，若好好經營，可劃分周哈里視窗的不同區塊，各自擁有只讓自己看得到的心情獨白（隱藏區），也可反向操作羊群效應，例如，在人人恐懼時，部落格中的某位領頭羊說他已進場撿便宜了。



圖 4-19 香港的「投資日誌」部落格範例圖
資料來源：<http://ckchaokenneth.mysinablog.com/>

第五章 認知偏誤的行為矯治

在了解眾多認知偏誤對投資行為可能發生的負面影響之後，本章將以四大心理學派的研究觀點為基礎，提出認知偏誤的行為矯治建議。第一節以認知學派的「REBT」矯治非理性投資信念、第二節以人本及社會學習學派的「成功典範」學習理性投資行為、第三節以行為學派的「投資教練」漸進增強理財能力、第四節以心理分析學派的「心理諮商」協助提昇投資績效，最後也探討心智修練及情緒紓壓等概念，協助投資人降低情緒及認知偏誤對理財活動的干擾，達成投資目標。

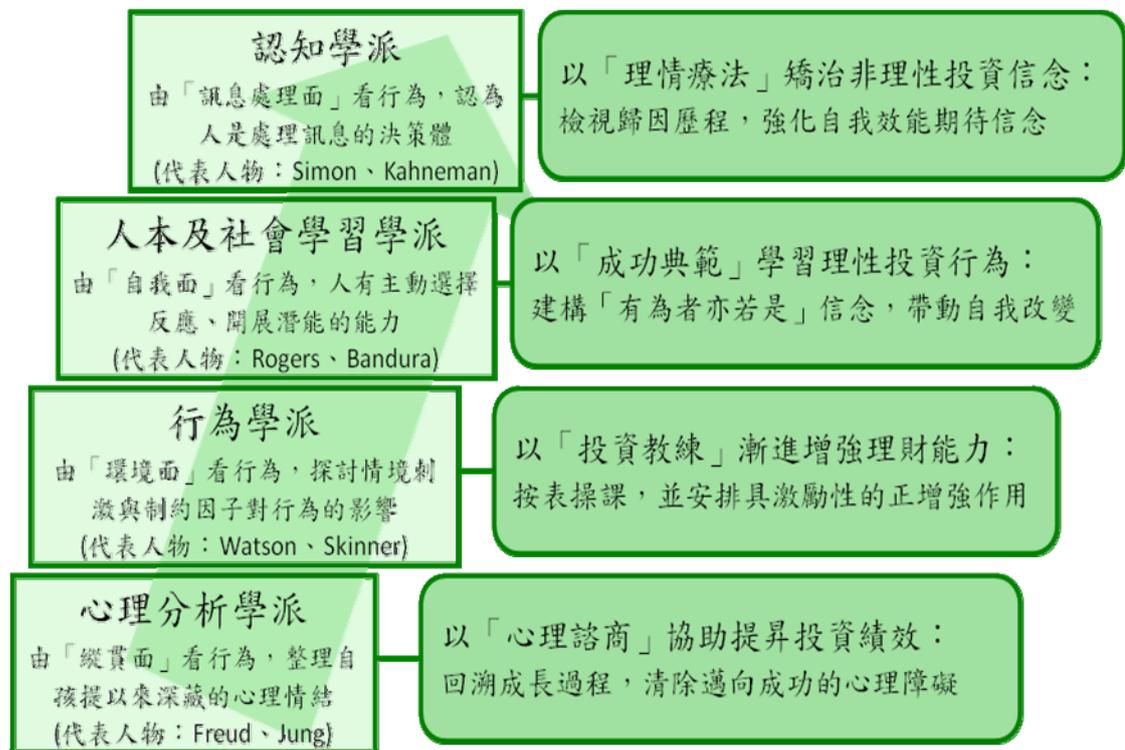


圖 5-1 四大心理學派與認知偏誤矯治之運用說明圖

資料來源：整理自林財丁《管理與商業心理學》

第一節 以「理情療法」矯治非理性投資信念

一、認知學派：檢視歸因歷程，強化自我效能期待信念

覺察是一種習慣，也是一種能力，投資人可透過「理情療法」這個思考工具，

來培養對認知偏誤的覺察習慣、駁斥能力，做正確的歸因，強化自我效能期待，從而建構理性的投資信念。「理情療法」主要是用來重建以下四個理性信念：彈性、合邏輯、與事實一致、協助人們達到目標（武自珍，1997）。而這也正是投資人擺脫情緒糾葛，展現理性投資行為所追求的境界。REBT 雖然以認知的理論為基礎，但也揉合了行為療法的某些技術而自成一體的治療方法，因此，亦可被分類為「認知行為學派」。

二、理情療法

Ellis 是一位臨床心理學家，受到哲學家 Epictetus 一句話的感召：「人並不是被某個事件所困擾，而是被自己對於這個事件的看法所困擾。」在 1993 年提出「理情療法」（rational emotive behavior therapy 簡稱 REBT），開創了一門獨特的心理治療學派。目標是提供當事人一套思考工具，來改變自毀性情緒，重建理性認知與行為模式。REBT 這套思考工具，若運用在矯治投資人的認知偏誤，應可幫助投資人展現理性的投資決策，值得深入探討。

Ellis 認為每個人都是自己的問題和特定症狀的始作俑者，也主導著事件的解釋權，而人們如何解釋自己或他人的行為，將會決定日後對同一事件的態度，因此矯治的焦點放在挑戰認知，來促成情緒和行為的改變。

理情療法被廣泛運用在諮商輔導領域，例如，前東海大學學生諮商中心主任武自珍教授，即親赴紐約的理情療法訓練法總部，直接授業於 Ellis。她在譯作《理性情緒心理學入門》序文中提到：「我注意到我的個案有一個滿普遍的心理現象，那就是傾向固著於一些對自己不利的想法中，這種思考習慣使自己十分辛苦。開始應用理情療法後，驚訝的發現，案主能在短期的接觸中，察覺自己非理性的想法，進而面對現實，解決問題。」（武自珍，1997）。

三、十一種非理性觀念及 ABCDE 矯治程序

Ellis 以其臨床實務經驗，提出十一種非理性觀念（Ellis, 1963），透過理情療

法及早覺察到這些非理性觀念，進而改變自毀性情緒，重建理性認知與行為模式。

表 5-1 Ellis 提出十一種非理性信念列表

1	人必須被周圍的每一個人喜愛和讚美。
2	人在各方面都必須是能力十足，完美無缺。
3	有些人是敗壞的，邪惡的，應該接受嚴厲的懲罰。
4	當事情不如意時，那是一件可怕的災禍。
5	不幸肇因於外在環境，個人無法克服。
6	對於可能發生的災禍，人們應該不斷給予密切的注意。
7	逃避困難與責任，比面對它們來得容易。
8	人應該找一個比自己更強的人依賴。
9	過去的經驗是現在行為的決定因素，過去的影響無法消除。
10	人應該為別人難題與困擾而緊張或煩惱。
11	問題都有完美的解決方法，如果找不到將是非常糟糕的

資料來源：武自珍，理性情緒心理學入門

針對上述各種非理性信念，以 ABCDE 程序協助個案重現理性行為：

A 促發事件：指可能激起當事人信念產生反應的一種情境

B 信念：對 A 事件所產生的信念，往往伴隨內言推論（interferences）及情緒

C 結果：當內言推論帶著過多強迫性及自貶性情緒，當事人將呈現非理性行為

D 駁斥：覺察區辨非理性的內言推論，並反駁、替換為正向積極的思惟邏輯

E 結果：走出錯謬的認知偏誤慣性，用理性的方式，實際去面對及解決問題

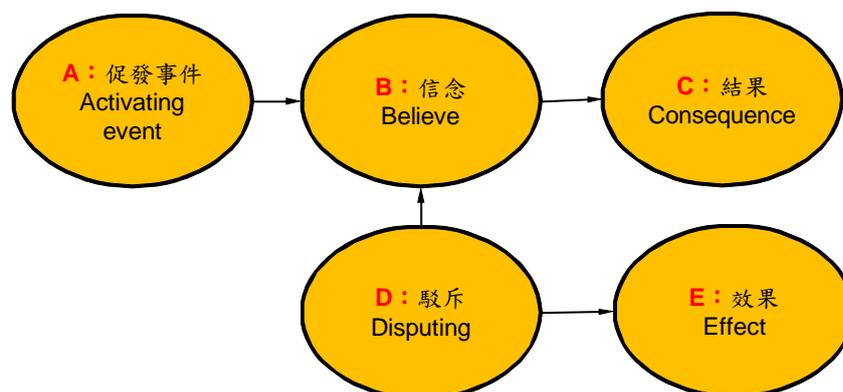


圖 5-2 Ellis 以 REBT 矯治非理性觀念 ABCDE 程序示意圖

人的信念影響了情緒和行為傾向。在非理性信念的影響下，常作出超乎實際情況的解釋，並且深信不已，使得自己價值低落而產生破壞性的負面情緒。投資人第一步是覺察許多非理性的「應該」、「最好」，和「必須」信念。瞭解非理性的思考過程，進而激勵自我發展一套理性的投資哲學。

四、非理性投資信念

延伸 REBT 的理念，分析第四章中的投資日誌及投資訪談個案，可歸納出以下 20 種常見的非理性投資信念。投資人若能自我覺察並駁斥之，即可擺脫投資情緒困擾，也就能消除認知偏誤的干擾。

表 5-2 由投資日誌及個案訪談歸納出 20 種常見的非理性投資信念列表

1	筊輸博大、賭輸了拼更大，我要把本錢拼回來(損失趨避)
2	先賣掉賺錢的應付資金需求、賠錢的放著再看看吧(處置效應)
3	雖然股價已腰斬，沒有賣就不算賠，就當長期投資吧(處置效應)
4	反正是公司意外發放的獎金，這次放手投資大一點的(心理帳戶)
5	那是我的起家厝，有感情了，仲介出價再高我都不賣(原賦效應)
6	這個品牌我都用這麼多年了，這次換車還是買它好了(原賦效應)
7	自己公司的股票我最清楚，還能有什麼問題，放心買(確認偏誤)
8	股市雖大漲，但我還是按兵不動好了，免得賣後續漲(避免後悔)
9	聯電讓我損失慘重，我要從聯電把輸掉的錢賺回來(避免後悔)。
10	這公司也是做當紅的觸控銀幕，大膽投資準沒錯(代表性偏誤)

11	這家股票跌幅已深，反彈是必然的，放手賭一把(代表性偏誤)
12	上次股市近萬點損失慘重，我再也不碰股市了(易取性偏誤)
13	我在科技業工作，看來只有科技股才有投資價值(易取性偏誤)
14	股市近萬點，媒體大幅報導投資賺錢事蹟，趕緊加碼搶入(時近效應)
15	當年每坪6萬元，現在炒成這樣，太離譜了，我不當冤大頭(定錨效應)
16	這是我的棺材本，我不想太複雜，繼續擺定存就好。(現況偏誤)
17	我早就知道要跌，基金經理人怎麼這麼笨沒有及時賣出?(後見之明)
18	已做足研究，很有把握股市已跌到最低點，一次全盤投入(過度自信)
19	如果別人能賺到錢，那我不能沒賺到；如果因為跟著大家而賠錢，反正大家都在賠錢，我也沒比別人差(羊群效應)
20	我已投入這麼多資金，貫徹執行必然是對的。(認知失調)

五、非理性投資信念及 ABCDE 矯治程序

將 REBT 運用於非理性投資行為的矯治，可以幫助投資人導正認知偏誤所產生的困頓。從覺察到矯治的 ABCDE 運作程序，茲以賭徒的損失趨避矯治為例說明如下：

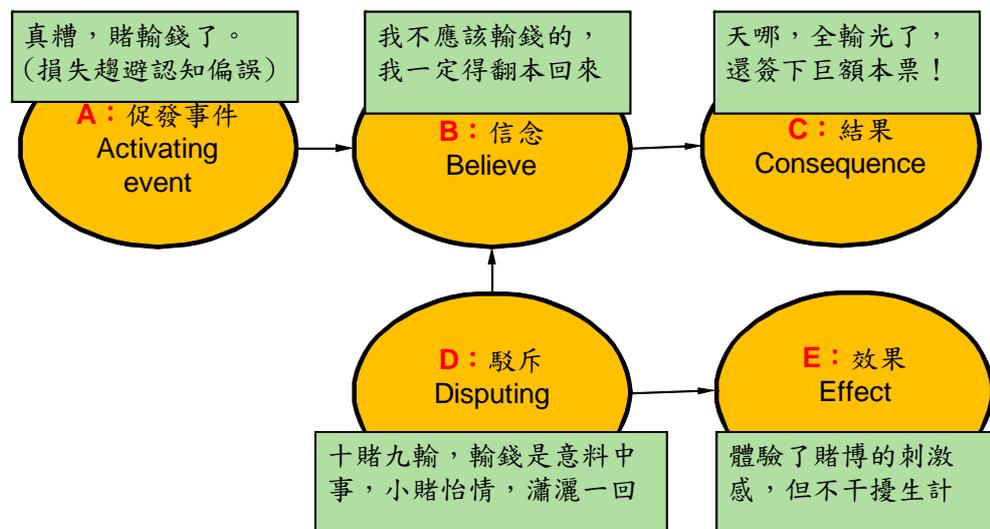


圖 5-3 以 REBT 矯治損失趨避非理性投資觀念示意圖

再以投資聯電失利來說明，投資人受避免後悔偏誤的影響，即使前景不佳仍不願認賠出清，損失擴大後，對股市萬念俱灰，不再接觸投資。經過理情療法的重建信念矯治程序，就有機會逐步修練更好的投資知識、技巧及態度。

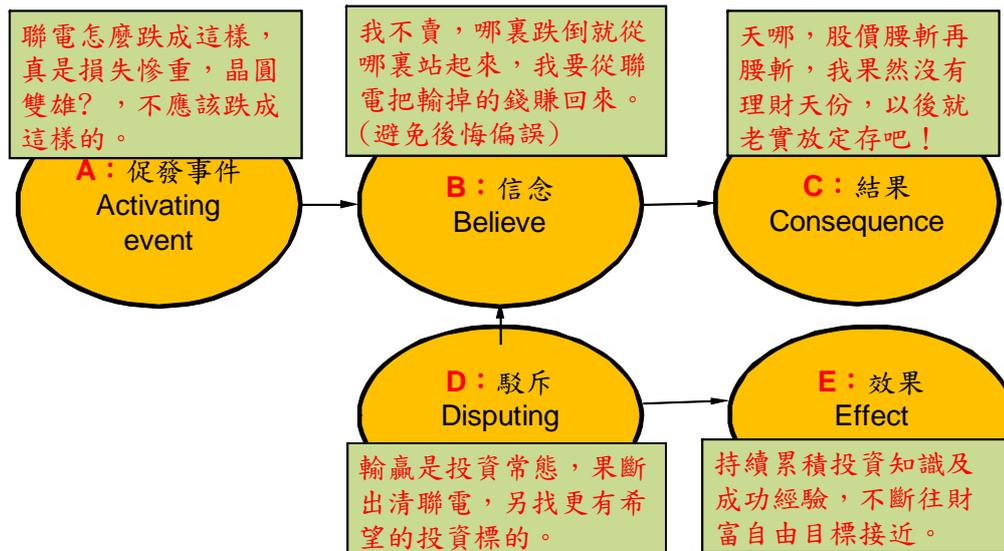


圖 5-4 以 REBT 矯治避免後悔非理性投資觀念示意圖

表 5-3 以 REBT 矯治常見的非理性投資信念分析表

非理性投資信念	駁斥及效果
2. 先賣掉賺錢的應付資金需求、賠錢的放著再看看吧(處置效應)	1. Jack Welch說：「Face reality as it is, not as it was or as you wish it to be.」,就承認這次是上了一堂投資課,繳了個學費吧! 2. 太快售出賺錢資產,將會限制了資產價格上揚後的獲利程度,處理掉體質不良的投資組合,新的投資組合未來獲利還是有希望的.還是面對現實,去蕪存菁吧!
4. 反正是公司意外發放的獎金,這次放手投資大一點的(心理帳戶)	1. 其實,錢就是錢,不該認為是意外之財,價值就該被貶低,而被輕易花掉。 2. 還是要做足投資功課,先研究一投資標的的公司財報及產業前景吧!
5. 那是我的起家厝,有感情了,仲介出價再高我都不賣(原賦效應)	1. 訓練自己的思惟。有人說：「一個明智的投資者,是沒有記憶的投資者」。 2. 試試换位思考法,賣資產時反向假設要買資產,如果手中無此資產,這個價錢願不願意買,如果不願意,那就放手去賣,擺脫原賦偏誤的糾纏。
7. 自己公司的股票我最清楚,還能有什麼問題,放心買(確認偏誤)	1. 當股價出現特定行情時,同時一併考量其他股價以外的訊息 2. 瞭解確認偏誤的存在,並藉由尋求相反的意見,來考量自己的投資決策。尋找能持異議的投資顧問或投資伙伴適時點醒自己的迷思。
9. 聯電讓我損失慘重,我要從聯電把輸掉的錢賺回來(避免後悔)	1. 承認錯誤雖然不會讓人開心,但果斷地出清部位,終結損失才是最佳策略。巴菲特提出過相同的觀點：「用不著從同一檔股票把輸掉的錢賺回來。」 2. 有紀律的實行停損點。George Soros對於損失趨避的心態,也曾提出看法：「抱著沒指望的股票並期望它回到原位,不如趕快脫手,換一張有希望的股票。」
15. 當年每坪只要6萬元,現在炒作成這樣,太離譜了,我才不當冤大頭(定錨效應)	1. 自問是否已理性地分析公司業務等基本面的變化,或只是想要在自己的定錨點交易而已? 2. 認清市場不會在意任何人的成本,對市場來說,個人的參考點一點意義也沒有。
16. 這是我的棺材本,我不想太複雜,擺定存就好。(現況偏誤)	1. 要認清只願意接受低風險的定存等投資,時間一久,看到投資帶來的報酬遠高於定存,則會懊悔當初沒有放手一搏。
17. 我早就知道要跌,基金經理人怎麼這麼笨沒有及時賣出?(後見之明)	1. 建立寫投資日誌的習慣吧!根據Richard Peterson的建議,養成寫投資日誌(internal dialogue journal)的習慣有助於消弭決策偏誤與心理盲點,可檢視自己是否犯了後見之明的心理偏誤。

具體可行的行動方案,將有助於正向的心理程式定型(佛洛阿水,2013),REBT正是一套具體可行的思考鍛鍊術,可幫助投資人啟動理性的投資觀念運作程序。

六、REBT 運用於非理性負面情緒及非理性投資觀念的矯治

本論文研究之投資日誌及訪談個案所提及的數種非理性投資觀念，可透過 REBT 的思考鍛鍊架構，達成協助投資人覺察及重建理性投資行為。

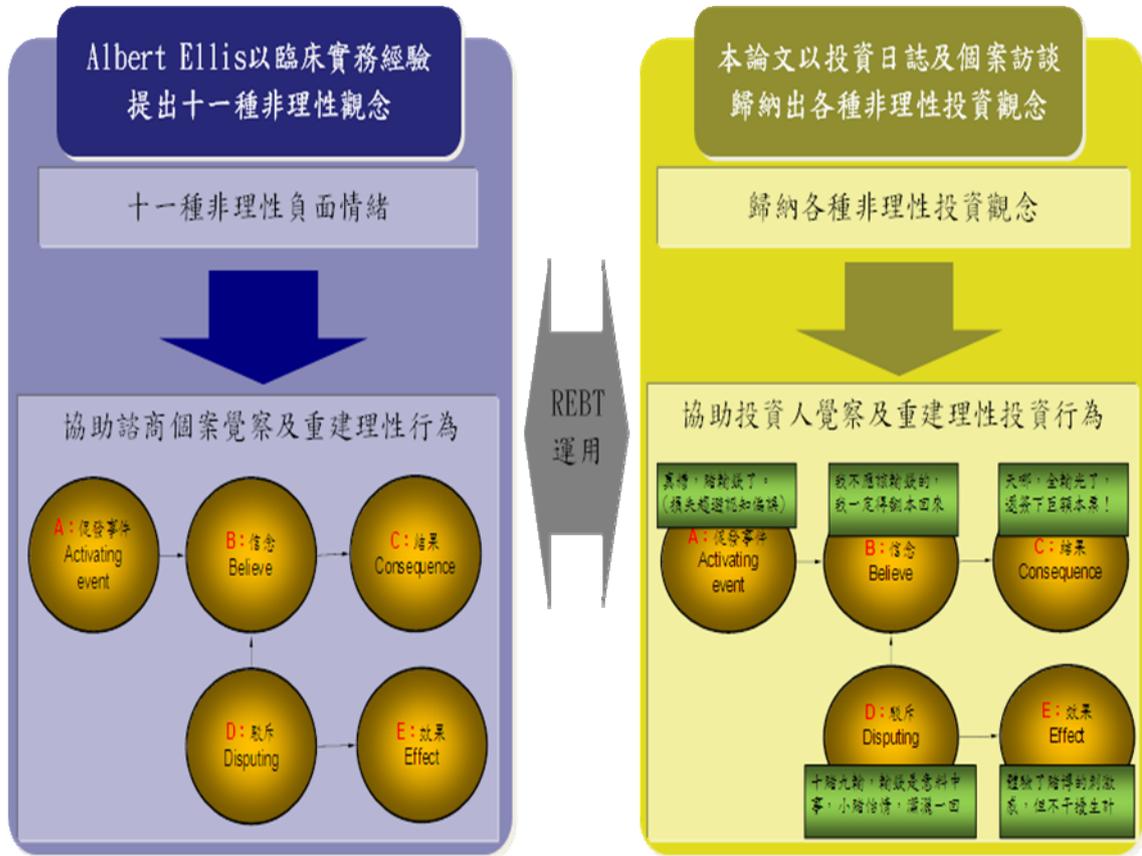


圖 5-5 以 REBT 矯治非理性投資觀念架構圖

第二節 以「成功典範」學習理性投資行為

一、人本及社會學習學派：建構「有為者亦若是」信念，帶動自我改變

透過成功投資楷模（model）的觀察學習，可幫助投資人吸納各家成功案例的投資經驗與操作技巧，建構「有為者亦若是」信念，讓投資人不需親身經歷資本市場的風浪，就能帶動自我改變，習得較為理性的投資模式。

二、社會學習論與學習楷模

Bandura 提出社會學習論（social learning theory），認為人類的社會行為大都經由學習而來，無需親自接受制約或增強，個體自出生就無時無刻在學習他人的行為（observational learning），在社會情境中個體的行為因受別人的楷模影響而改變（Bandura, 1977）。日常生活中，小女孩見媽媽塗口紅，趁媽媽不在時也自己塗起口紅；男孩學成人抽煙，姿勢與動作可以亂真，這些都是觀察式學習實例。此一解釋也為教育上經常舉辦的示範教學等措施，提供了理論根據。

三、成功投資楷模（model）

本節提供二則投資楷模（model），幫助投資人習得較為理性的投資模式，進而依個人特質發展出最適合自己的投資操作模式。

（一）Model 1：股素人股票收租法

股素人及卡小孜父女倆都不是理財專家，與多數投資人一樣為全職上班族，對於股票操作係秉持「買定存股穩定收租金、長期持股賺取現金股息」的概念，4年創造100%的報酬率，並出版《股票收租法》一書（股素人、卡小孜，2014），以清楚簡單的原則及容易學習的檢查表，指導投資人以「打零工」式的有限時間，穩定為財富加值。

表 5-4 股票收租法操作準則表

操作準則	偏誤矯治
<p>三個 15 原則：確保利息收益</p> <ul style="list-style-type: none"> • 平均 ROE $\geq 15\%$ • 買入本益比 ≤ 15 • 買入價 \leq 現金息 * 15 	<ul style="list-style-type: none"> • 過度自信 • 框架效應 • 定錨效應
<p>三個先決條件：避免地雷股</p> <ul style="list-style-type: none"> • 現金配息率 $\geq 70\%$ • 董監事持股 $\geq 25\%$ • 負債比 $\leq 55\%$ 	<ul style="list-style-type: none"> • 代表性偏誤 • 確認偏誤 • 羊群效應
<p>三個但書：抑制追高殺低</p> <ul style="list-style-type: none"> • 僅買現金息 ≤ 5 元 • 買跌不買漲 • 限每年操作 2 次 	<ul style="list-style-type: none"> • 易取性偏誤 • 時近效應 • 缺乏自制
<p>不賣股三原則：磨練忍功</p> <ul style="list-style-type: none"> • 不持股 5 年以上不賣 • 不獲利 1 倍不賣 • 不缺錢急用不賣 	<ul style="list-style-type: none"> • 處置效應 • 損失趨避 • 原賦偏誤

資料來源：整理自股素人《股票收租法》及本論文研究

1. 三個 15 原則：確保利息收益

此三個原則透過財報數據的分析運用，可矯治投資人過度自信（對於股市消息面的過度自信）、框架效應（對投資標的過度框限在特定資產）、錨定效應（對股價錨定在非理性的既往印象）等認知偏誤。

- 平均 ROE $\geq 15\%$ ：ROE（return on equity）即股東權益報酬率，是衡量公司以股東投資的錢創造盈餘的能力，此項也是巴菲特選股的重要指標。
- 買入本益比 ≤ 15 ：買入本益比 = 欲買入價 * 近四季 EPS 總和，為股素人自創指標，小於 15 表示股價在合理買入範圍。
- 買入價 \leq 現金息 * 15：此項指標是確保能以合理價位購入「定存租金股」，創造理想的現金殖利率

2. 三個先決條件：避免地雷股

此三個條件透過財報數據的事先過濾，可矯治代表性偏誤（名氣響亮、高 EPS 就是好的投資標的）、確認偏誤（先射箭再畫靶，只看得到投資標的的

片面消息)、羊群效應(大家都在買,跟著趨勢走不會有錯)等認知偏誤。

- 現金配息率 $\geq 70\%$:此條件用以檢驗公司是否願意與股東分享獲利,配息率愈高愈值得信賴。
- 董監事持股 $\geq 25\%$:此條件用以檢驗董監事對公司前景是否有信心,若董監事與外資持股合計超過45%,即使短期獲利不佳亦值得長抱。
- 負債比 $\leq 55\%$:公司以負債經營是常態,但若出現高負債比,可能為經營惡化的前兆。

3. 三個但書:抑制追高殺低

此三個但書是心理建設,可矯治投資人易取性偏誤(避免被高價股崩盤恐懼情緒破壞穩健收益目標)、時近效應(克服近期股市動盪因素干擾)、缺乏自制(有紀律的收集情報及進出股市)的認知偏誤。

- 僅買現金息 ≤ 5 元:現金息5元表示股價約在75元以下(5元*15=75元),可避免投資人在高價股走向空頭下跌時,心驚膽跳而恐慌賣股。
- 買跌不買漲:買跌需克服恐懼,攤平「定存租金股」的持股成本。不買漲可避免提高持股成本,確保現金殖利率不下滑,虧損風險不上升。
- 限每年操作2次:抑制追高殺低的貪婪恐懼病,需有條款式、紀律性的節制。讓有正職工作的投資人不必耗時盯盤,並免去多付手續費及交易稅。

4. 不賣股三原則:磨練忍功

此三個原則是「長期持股賺取現金股息」的精髓,可矯治投資人處置效應及損失趨避(稍有賺錢即獲利了結、稍遇下跌就認賠出清)、原賦偏誤(高估持有資產、賣股原則進退失據)。

- 不持股5年以上不賣:抱股愈久,現金股息愈多。巴菲特也持同樣的看法:「如果你不打算持有某檔股票長達10年,那麼連10分鐘也不要持有。」
- 不獲利1倍不賣:貪短利賺不到大錢,依上述操作準則購入的「定存租金股」,獲利1倍非難事,宜培養戒急用忍的忍功,不要急著殺掉金雞母。
- 不缺錢急用不賣:坐領高息的股市包租公別輕易賣股,若有急用,應將已

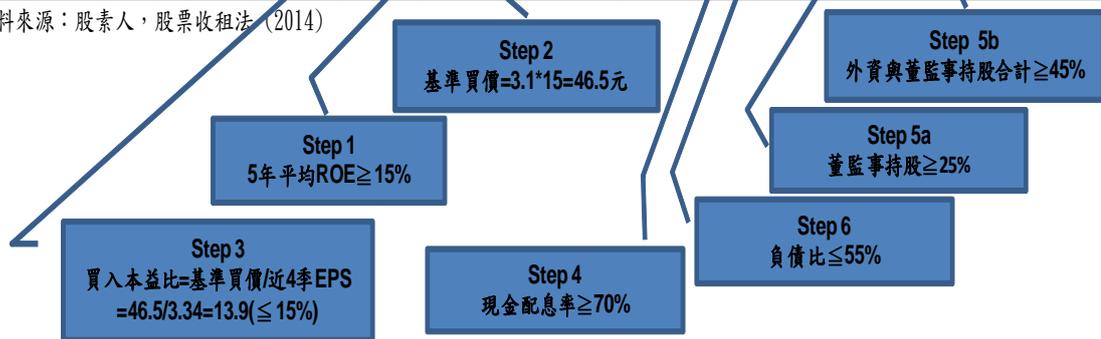
是高報酬率或高本益比等股價已偏高的股票先賣。

表 5-5 股票收租法檢查表

燦坤公司近5年財報重點檢核表：

年份	收盤價(元)	淨值(元)	EPS(元)	本益比	ROE(%)	現金息(元)	配金配息(%)	負債比	董監事持股(%)	外資持股(%)
2008	30.6	19.3	1.8	17.5	9.1	1.5	85.7	54.3	36.6	34.3
2009	27.2	15.6	3.0	9.0	19.3	3.0	99.3	69.2	39.9	13.7
2010	59.8	23.6	6.5	9.2	27.5	4.5	69.2	58.5	38.3	8.9
2011	61.9	27.4	6.4	9.6	23.5	4.5	70.0	58.8	35.1	8.6
2012	63.8	28.2	4.3	14.8	15.3	2.0	46.3	54.7	35.4	13.0
平均				12.0	18.9	3.1	74.1			
檢核				V	V	V	V	V	V	V

資料來源：股素人，股票收租法(2014)



資料來源：股素人《股票收租法》

(二) Model 2：買基金坐擁雙薪操作法

蕭碧燕曾任職財政部公職，擁有投信界豐富經歷，精通基金投資。對於理財性格較為保守的投資人，蕭碧燕提出定時定額這種長期投資的策略，目的就是透過分散時間均攤成本。只要先做好自我評估，即使是遇到空頭也不要怕，不一定要拿很多資金出來，改用小錢慢慢攤低持有平均成本，把投資時間拉長，並且適時停利，才能享有由空翻多的報酬。

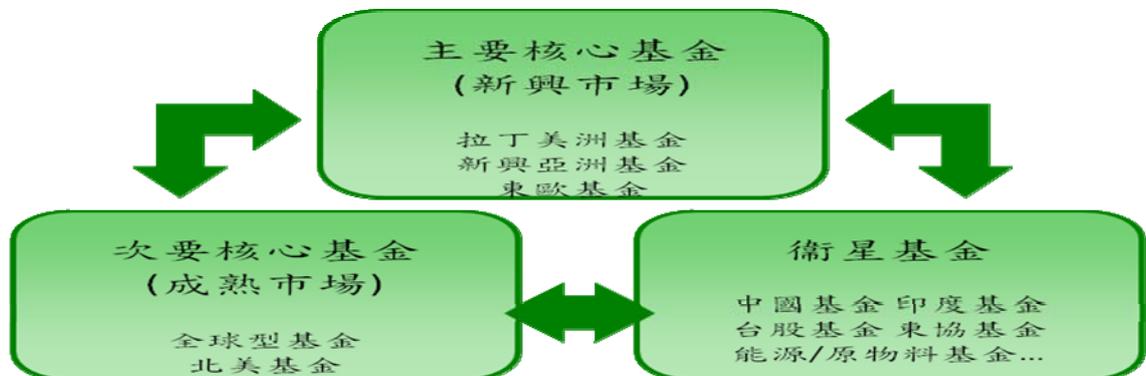


圖 5-6 依個人投資屬性，佈局三大基金群架構圖

資料來源：蕭碧燕（2010）《買基金坐擁雙薪》

步驟 1: 依個人投資屬性佈局三大基金群

將資金依主要核心基金（中風險中報酬）、次要核心基金（低風險低報酬）、衛星基金（高風險高報酬）三大類進行投資管理。

步驟 2: 與時俱進，汰弱留強

當投資標的已經沒有前景，建議賣掉，改買值得投資的區域。若是對於持有基金有疑慮，可以使用下列步驟汰弱留強：先給 6 個月觀察期、6 個月期間的基金績效排行都在排名 1/2 以上、保留並加碼。（反之，淘汰並調整投資組合）

步驟 3: 適時停利，基金養基金

以市場平均報酬率作為目標停利點，愈積極、波動愈大的市場，可設定較高的停利點。基金到了停利點則全部贖回。若這筆錢沒有即時用途，再分 36 個月分批投資，也就是以基金養基金的方法。

三、依投資人的個別差異選擇最適合的成功典範

關於成功投資典範，我們當然還可以找出更多樣化的選擇，甚至已有投資公司摒棄人力改用程式來操盤。然而，在投資的環境裏，或許不存在最好的典範，而是只有最適合的，依投資人性格屬性的個別差異做最適合的選擇，甚至必需隨著投資人的理財成熟度與時俱進，做不同階段、不同型式的典範運用。

投資大師 Templeton 提醒：「若抱著以為自己無所不知的心態投資，遲早會徹底的失敗。即使你現在找到一套有效的投資法則，但也不等於可以應用於千變萬化的經濟和政治環境，成功是不斷地為新問題找到答案的過程。」

第三節 以「投資教練」漸進增強理財能力

一、行為學派：以「投資教練」漸進增強理財能力

本節探討將行為學派之行為塑造（behavior shaping）的概念，透過「投資教練」的引導，幫助投資人釐清情緒困擾，協助修正不當的投資行為，嚐過成功的投資經驗得以建立自信，漸進增強理財能力。

二、投資教練的必要性

孩子學習游泳，可以找到教練示範基本動作，依照標準訓練程序，做漸進式的學習；壽險業務新人入行，可以由主管扮演教練角色，透過陪訪機制及指導業務教戰守則，逐步提昇其應對能力。然而，影響家庭未來經濟興衰的投資理財活動，投資人卻不易找到「投資教練」適時引導，只能自行在充斥恐懼與貪婪的金融大海中孤獨摸索前進。

兼具股票經紀人的精神科醫師 Schott 發現，自信是所有成功投資者之共同特質。從他的輔導經驗了解，只要幫案主釐清情緒困擾，協助修正不當的投資行為，嚐過成功的投資經驗，提昇其正增強就可以協助投資人建立自信。

三、投資教練輕推增強正向理財行動

Buffett 在《巴菲特傳》（楊美齡譯，2008）中提到：「人生就像雪球，重要的是找到溼的雪，和一道長長的山坡。」巴菲特具有精準的決策眼光（找到溼的雪）及勤奮專注的特質（長長的山坡），得以擺脫情緒干擾，成就股神封號。一般的投資大眾，可能就得透過「投資教練」的漸進式的引導，激勵理性思考並增強正向行動。

Thaler 在《推力》一書中講述了"Save more tomorrow"的成功推動經驗，為美國勞工挖好一條渠道，把各種小小的心理障礙清除乾淨，讓他們順利地往更優質的退休生活滑過去。

「投資教練」可運用以下 Nudge 概念設計投資訓練課程：激發學員對理財成功的渴望（誘因），幫助瞭解複雜的投資環境（對應關係）、鋪一條阻力最小的理財起點（預設值）、即時回應投資訓練成果（反饋）、對可能出現的認知偏誤預設

防呆機制（預期錯誤）、協助簡化投資決策（過濾複雜）。



圖 5-7 以 Nudge 概念設計投資訓練課程示意圖

資料來源：整理自 Thaler 《Nudge》及本論文研究

四、投資教練課程模擬一

許多長期接受社會救助的貧困家庭，是因為長期在「習得的無助感」的環境影響下，存在太多認知偏誤，無法妥善運用財務所造成，社會局或許可以思考一改現行被動補貼作法，扮演起「投資教練」培養其理財的能力。

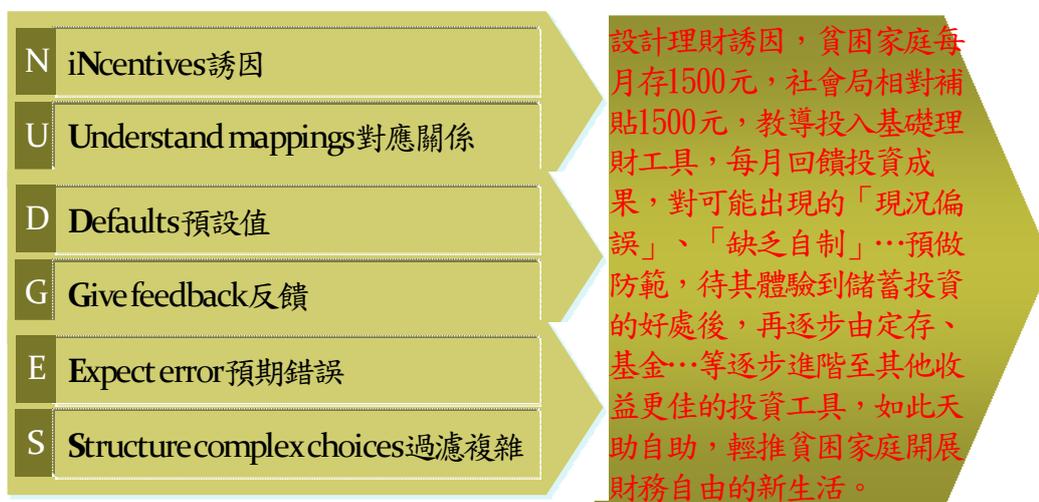


圖 5-8 以 Nudge 概念輕推貧困家庭建立理財習慣及能力示意圖

資料來源：整理自 Thaler 《Nudge》及本論文研究

五、投資教練課程模擬二

許多投資人受原賦效應等認知偏誤影響，往往無法堅守投資紀律，錯過獲利了結的時機，紙上富貴空走一回。社會局或許可結合銀行業，將公益活動結合「投

資教練」，幫助投資人保有獲利，並有餘裕貢獻社會。



圖 5-9 以 Nudge 概念輕推投資人賺裡子贏面子示意圖

資料來源：整理自 Thaler 《Nudge》及本論文研究

第四節 以「心理諮商」協助提昇投資績效

一、心理分析學派：回溯成長過程，清除邁向成功的心理障礙

在歐美國家，臨床心理學家及心理分析師活躍於財務管理及投資顧問界，例如《投資人的大腦革命》作者 Peterson，即融合了精神科醫師與操盤經理的專業，創辦市場心理顧問公司，運用他對潛意識對投資決策所造成的負面影響的了解，協助投資人回溯成長過程，克服情緒障礙，改善投資決策。

二、台灣投資心理諮商的發展

在台灣，也掀起由諮商心理師為交易員及投資人提昇投資績效的潮流，2001年訂定的「心理師法」，其中 13、14 條即明定諮商心理師及臨床心理師之業務範圍包含認知、情緒或行為偏差與障礙之心理諮商與心理治療。因此，若個人對交易績效的期待與實質表現落差來自於非理性的心理干擾，心理諮商的介入可改善這些心理變數，進而增進交易績效。

蔡明芳（2012）透過對期貨交易員進行團體諮商，以「情畫綿綿」協助成員認識自身情緒狀態，以「交易中的整體行為狀態」讓成員了解交易整體行為中情

緒扮演的角色…，研究發現若能減少交易過程的負向情緒（如：停止恐懼）、增加交易者內控傾向（如：強化成敗操之在己的信念）、選擇紀律性的計劃交易（如：使用期貨交易契約）將可顯著提昇投資績效。

《贏家投資心理學》一書的作者「佛洛阿水」帶領過投資團隊、同時也是心理諮商師，引導 12 位投資人探究自己未曾覺察的負面「心理程式」所衍生各式投資認知偏誤，一則「心理程式」帶出一則投資人在資本市場的累累傷痕，這些偏誤與傷痕在外冷內熱的諮商師眼中，是可以被辨識並修正的，能覺察出冰山底下的潛意識，就有機會改變偏誤的投資模式。

三、為投資大師李佛摩進行心理諮商

Eric Berne 的溝通分析（transactional analysis 簡稱 TA）之人格結構理論，認為每個人內心都有 PAC（parent-adult-child），特別是 P 的影響甚鉅，「佛洛阿水」模擬對美國投資大師李佛摩進行心理諮商：李佛摩幼年因家境問題被父親安排輟學提早就業。即使後來在股市操作中功成名就，他的父親依然託人轉告：「一個人不可能不做工，卻能相對快速地賺到一大筆錢，覺得這些錢不是正財，一定來得快去得也快。」如此一來，更加深了李佛摩著迷於過高的投機風險，期盼向父親證明自己能耐，這個「向父親證明自己才是對的」的信念，直到最後一次破產，給妻子留下遺書：「沒有辦法，我遇到的狀況就是這麼糟，我已經厭倦再去抗爭，也無法再繼續下去了。」孤單地在旅社舉槍自盡。

其實李佛摩如果能夠接受適當的心理諮商，看清情緒困擾只是來自於希望父親能「用自己的方式認同他」，承認小時候要他輟學去工作是錯的，他真的是有才能的人，如此，就能跟內心的父親和解，化解負向動力，擺脫那股持續要證明自己能力的絕命壓力。

四、透過心理諮商訂做專屬的正向投資循環

「佛洛阿水」主張，引導案主投資人覺察自己的認知偏誤、訂做專屬的正向

投資循環：目標、策略、執行、回饋、希望，就能移除絆腳石，達成獲利目標：

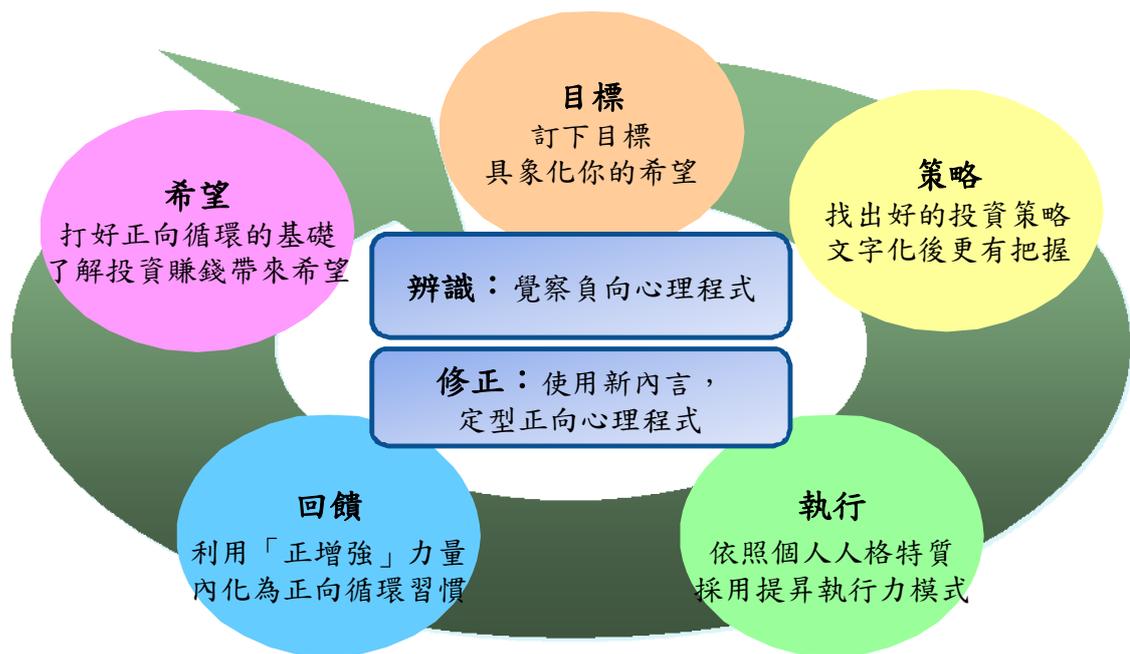


圖 5-10 透過心理諮商為投資人訂做專屬的正向投資循環示意圖

資料來源：整理自佛洛阿水《贏家投資心理學》

第五節 其他矯治建議作法

Buffett 說：「理智是投資股票最基本的要求」。克服情緒干擾，是認知偏誤行為治療的不二法門，然而，有時就算有心防止情緒作祟，甚至制訂了強力的規範，情緒還是會從意想不到的地方冒出來襲擊我們。以下是其他可以擺脫情緒、恢復理智、改善心理狀態的方法：

一、心智修練活動

練習增加 EQ 的技巧，可增強自我覺察與情緒控制的能力。Begley 於 2004 年透過西藏喇嘛的大腦功能性核磁共振造影，發現長期禪修確實可提高覺察力及改善情緒。這表示心智修練就像一般運動，在有人指導、時常練習與自律下，可以提昇應付價格波動、分析技巧與決策判斷力。天主教的避靜及許多宗教信仰，也有類似的心智修練活動。

二、學習紓壓技巧

坊間有許多指導紓壓技巧的課程，可以幫助投資人保持冷靜與理性。例如：肌肉緊繃放鬆技巧、瑜珈、芳香療法。甚至日常生活中保有規律的運動、均衡的飲食、充足的睡眠及適當的社交活動，都是很好的壓力管理作法。Templeton 曾提醒：「記著要放鬆一些，一個懂得放鬆的投資者，更能正確判斷市況、更有耐性及保持穩定的情緒，去運作你的投資組合。」

第六節 結論與建議

過去三十年裡，與決策有關的研究典範已從規範性（應然）轉為描述性理論（實然），驗證並接受了決策時的不理性行為，不再視為偶而為之、可被忽略的例外。財務與投資學者也在「數學財務學」之外，興起「行為財務學」的新領域。本論文協助投資人覺察、辨識並移除決策過程的捷思偏誤。

已有許多論文描繪各式各樣的認知偏誤，至於如何除祛心理之虫、矯治認知偏誤的研究並不多見，投資人一再地犯錯，深陷不理性的投資決策而難以自拔。本論文研究認知偏誤，希望協助投資人覺察、辨識並移除決策過程中的捷思偏誤。藉著投資日誌的自省、投資個案的訪談等方式，描繪投資理財的認知偏誤，可提升人們的「虫虫意識」。進而透過認知學派的「理情療法」矯治非理性投資信念、人本及社會學習學派的「成功典範」學習理性投資行為、行為學派的「投資教練」漸進增強理財能力、心理分析學派的「心理諮商」協助提昇投資績效，最後也探討心智修練及情緒紓壓等概念，降低認知偏誤對理財活動的干擾，達成投資目標。

後續研究者若能佐以「數據分析」，進一步驗證不同人格特質的投資人，執行各類矯治作法之有效性，當可幫助更多投資人建立更為精確、完備的理性投資行為。

參考文獻

一、中文文獻

1. 佛洛阿水 (2014),《贏家投資心理學》,台北市:法意資產管理出版。
2. 吳凱琳譯 (2007),《創新的兩難》,台北市:商周出版。
(譯自 Christensen, *The Innovator's Dilemma*)
3. 林財丁 (2014),《管理與商業心理學》,台中市:滄海書局出版。
4. 林財丁、謝俊魁、徐政良 (2015),「投資人的認知偏誤:探討與省思」,2015 兩岸永續經營創新、變革與挑戰國際學術研討會,東海大學企管系主辦。
5. 林財丁、徐政良 (2016),「以投資日誌祛除投資人的認知偏誤」,2016 兩岸永續經營創新、變革與挑戰國際學術研討會,東海大學國貿系主辦。
6. 股素人、卡小孜 (2014),《股票收租法》,台北市:大樂文化出版。
7. 武自珍譯 (1997),《理性情緒心理學入門》,台北市:心理出版社。
(譯自 Dryden, *Invitation to rational-emotive psychology*)
8. 洪蘭譯 (2012),《快思慢想》,台北市:天下文化出版。
(譯自 Kahneman, *Thinking, Fast and Slow*)
9. 洪慧芳譯 (2008),《投資人的大腦革命》,台北市:財信出版。
(譯自 Peterson, *Inside the Investor's Brain*)
10. 奚愷元 (2009),《別當正常的傻瓜》,台北市:久石文化出版。
11. 許瑞宋譯 (2018),《坦伯頓不敗投資法》,台北市:財信出版。
(譯自 Davis & Nairn, *Templeton's Way with Money*)
12. 郭敏華 (2008),《行為財務學》,台北市:智勝文化出版。
13. 陳乃菁 (2009),「我國銀行放款行為之研究:認知偏誤觀點」,亞洲大學財務金融研究所碩士論文。
14. 張美惠譯 (2014),《推出你的影響力》,台北市:時報文化出版。

- (譯自 Thaler, *Nudge*)
15. 溫育芳、洪千珮 (2014), 「金融海嘯衝擊下台灣股市投資人從眾行為轉變之探討」, 行為財務學暨國際金融市場理論與實證研討會, 世新大學財金系主辦。
16. 楊美齡譯 (2008), 《雪球 巴菲特傳》, 台北市: 遠見天下出版。
- (譯自 Schroeder, *The Snowball*)
17. 楊聖璋 (2009), 《金融叢林生存法則》, 台北市: 宏典文化出版。
18. 歐陽秀宜譯 (2008), 《行為財務學與財富管理》, 台北市: 台灣金融研訓院。
- (譯自 Pompian, *Behavioral Finance and Wealth Management*)
19. 鄭如君 (2009), 「投資人情緒對於處置行為之影響」, 世新大學管理學院財務金融研究所碩士論文。
20. 蕭碧燕 (2010), 《買基金坐擁雙薪》, 台北市: 方智出版社。
21. 劉雅玲 (2008), 「心理偏誤與財務行為之關連性: 以台灣民眾為例」, 世新大學管理學院財務金融研究所碩士論文。
22. 劉玉珍、李怡宗、黃寶慧 (2004), 「市場管理制度創新與行為財務學: 資訊揭露制度設計的政策意涵」, 證券暨期貨月刊, 22(4), 4-14
23. 蔡明芳 (2012), 「現實治療團體對期貨交易者之交易負向情緒、交易制控信念與交易績效之輔導研究」, 高雄師範大學輔導與諮商研究所碩士論文。
24. 顏信輝 (2004), 「投資決策處置效應之實驗證據: 市場走勢與風險態度之影響」, 行為財務學暨國際金融市場理論與實證研討會, 世新大學財務金融系主辦。

二、英文文獻

1. Bandura, A. (1977). "Social Learning Theory." *Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.*
2. Bem, D. J. (1972). "Self-perception theory." *Advances in experimental social psychology.*
3. Chao, K. (2016). "Invest diary sharing experience and learn from mistakes.",

- <http://ckchaokenneth.mysinablog.com/> (檢索時間 2016/04/15)
4. Fama, E. (1970). "Efficient capital markets: A review of theory and empirical work." *Journal of Finance*, 25 (2), 383-417.
 5. Kahneman, D. & Riepe, M. W. (1998). "Aspects of investor psychology." *Journal of Portfolio Management*, 24 (2), 52-65.
 6. Odean, T. (1998). "Are investors reluctant to realize their losses?" *Journal of Finance*, 53, 1775-1798.
 7. Parikh, C. (2006). "The Peter principles." <http://capitalideasonline.com/wordpress/> (檢索時間 2015/11/14)
 8. Phung, A. (2000). "Behavioral finance: Introduction." http://www.investopedia.com/university/behavioral_finance/behavioral11.asp (檢索時間 2015/10/14)
 9. Richard, T. (1980). "Toward a positive theory of consumer choice." *Journal of Economic Behavior and Organization*, 1, 39-60.
 10. Richard, T. & Benartzi, S. (1988). "Save more tomorrow: Using behavioral economics to increase employee saving." *Journal of Political Economic*, 112, 64-87.
 11. Samuelson W. & Zeckhauser, R. J. (1998). "Status quo bias in decision making." *Journal of Risk and uncertainty*, 1, 7-59.
 12. Shefrin, & Statman, (1985). "The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence." *Journal of Finance*, 40, 77-90.
 13. Shefrin, H. & Statman, M. (2000). "Behavioral portfolio theory." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35 (2), 127-151.
 14. Simon, A. H. (1972). "Theories of Bounded Rationality. " Chapter 8, *Decision and Organization*, Amsterdam.
 15. Steenbarger, B. N. (2005). "Trading journals that work." <http://www.brettsteenbarger.com> (檢索時間 2015/10/14)
 16. Tasker, P. (2013). " Markets Insight: Never mind Abegeddon, Japan needs more

medicine." <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/c51be10a-d65f-11e2-b03f-00144feab7de.html># (檢索時間 2016/05/28)

17. Tversky, A. & Kahneman, D. (1974). "Judgment under uncertainty: Heuristic and biases." *Science*, 185, 1124-1131.
18. Tversky, A. & Kahneman, D. (1979). "Prospect theory: An analysis of decision under risk." *Econometrica*, 47, 263-291.
19. Tversky, A. & Kahneman, D. (1981). "The framing of decisions and the psychology of choice." *Science*, 211, 453-458.
20. Wealthstream, (2016). "The Most Powerful and Insightful Investment Diary." <http://investmentdiary.com/> (檢索時間 2016/04/15)