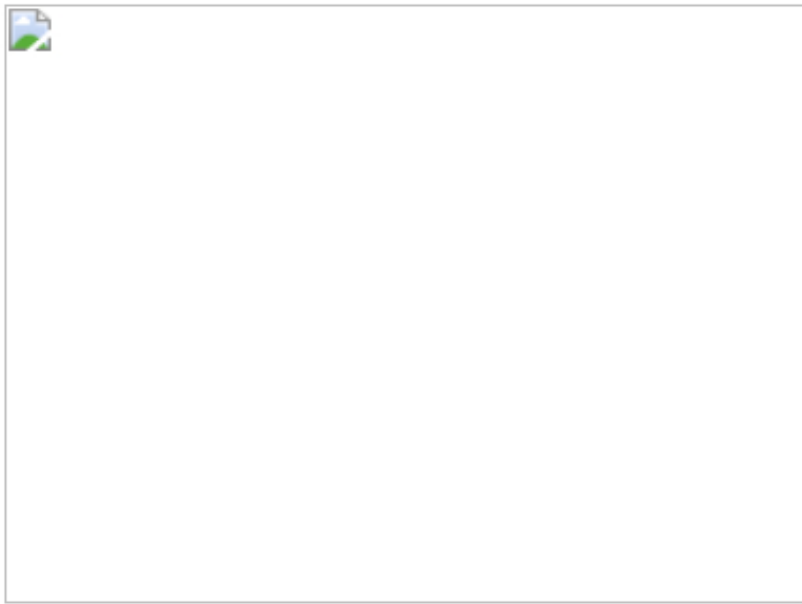




諾貝爾大師理查·塞勒的反不當行為投資術—今周刊張道宜  
整理/詹前恩

〈財經熱點〉—主持人林宏文學長



行為經濟學之父理查·塞勒，今年一舉拿下諾貝爾經濟學獎桂冠，並且成為當今討論度最高的經濟學者。不過，很多人不知道塞勒的理論不僅挑戰人性，更能幫助投資人打敗市場。由塞勒所成立的基金，今年報酬率高達33.8%，自2011年成立至今，每年績效都打敗大盤，關鍵原因就在此基金是以塞勒的理論做為操盤的基礎。

塞勒的賺錢術第一招，是要從"反應過度"中，找出錯殺轉機股。一般投資人聽到負面消息，常常有賺就跑，此時可逢低承接。塞勒的賺錢術第二招，則是從"反應不足"，抓住冷門潛力股。投資人對冷門股的利多消息反應不足，可趁機搶先布局。

#### 日常的小小不理性就會影響投資行為

主持人：請先分享一下為什麼做這個題目？

張道宜：很多朋友在看到這樣的主題的時候，會認為這是不是又是講投資行為的老套招式？！我們在研究理查·賽勒時，一開始的初衷是因為他得獎了，但他並不是第一個以行為經濟學得獎的諾貝爾經濟學獎得主，在之前其實像他的好朋友羅伯特·席勒、康納曼，但理查·賽勒是以行為經濟學之父之名來做為一個諾貝爾經濟學獎得主。

他的重要性不只在於說他的投資上的貢獻，而是說從觀察一些人很常發生的小行為，去思辯一個問題：人是否是理性的？理查·賽勒他從很多的小實驗，從很多人類所謂的不當行為，也就是我們的主題名稱，去發現說人其實常常會有些不理性的的小錯誤，這些錯誤可能不怎麼重要，但今天如果放在投資上跟日常生活上，尤其是在投資上，可能會很深刻的影響投資績效，我想這就是我們在做這篇專題的主要原因。

他在他上課的過程中其實有做一個非常有名的小實驗，就是說他把班上的同學分成兩個部分，一個是給他馬克杯，另一組沒有馬克杯。馬克杯其實是不怎麼重要的東西，但他發現他如果在一個教室裡面的自由空間，讓學生去做交易買賣的時候，後來只有四分之一的人可以把馬克杯賣掉，四分之三不願意賣掉，這些人會過度高估自己馬克杯的價值，很珍惜自己所有的東西，而不願把它賣出去，就算它只是個馬克杯。如果今天這個馬克杯不是馬克杯，而是你的股票跟手上持有的資產的時候，心態會更放大，你會更珍惜你所有的資產，即便它可能是一檔賠錢的股票、不斷輸錢的標的，這種心態反而會對你投資上是不利的東西。

主持人：理查·賽勒不是只是會理論而已，他旗下的兩個基金績效是相當好，他本身不操盤，但他以理論基礎是兩個基金操作的成功關鍵，請你分享理查·賽勒的兩招賺錢術？

張道宜：我們採訪到Fuller & Thaler Asset Management操盤手史杜賓斯，他提到他們如何去運用理查·賽勒行為經濟學的理論，在選擇股票跟投資組合配置上的招術。他們分成兩招，都跟reaction反應有關係，第一個就是所謂的over-reaction就是反應過度，主要就是講說面對負面消息上。

人們對於損失特別敏感，根據理查·賽勒的研究，人對於損失帶來的痛感，是得到開心的感覺的兩倍，也就是我得到或失去同樣一件事情，所帶來的感覺是有程度差異的，失去比得到更為強烈，應用在投資上面其實也就是說投資人當你手上持有標的，遇到壞消息的時候常常你會更想要把它擺脫掉，即便你自己也知道負面的消息是短期的效應，這個就是所謂的反應過度。

市場多空的東西非常的多，負面消息有時候確實不只是謠言而已，而是反應這間公司營運上跟大環境中面臨的困難，理查·賽勒公司的操盤人舉了一個非常好的指標，你如何去判斷負面的效應，其中一個是insider buying，就是你公司內部人士有沒有在買進這股票，這在美股來講都是公開的資訊，你可以看到他們公司內部是不是有轉讓，或是有升購股票，透過這個行為就可以發現說一方面這間公司雖然因為負面的新聞導致股價慢慢跌下去，但公司內部的人卻持續在買進，那可能可以做為判斷的一個標的參考。

舉例來說，一家美國的餐飲集團Bob Evans Farm Inc.（BOBE），在2016年公布營運報告結果時還發生裁員的狀況，今天當你發現一個公司在裁員的時候，加上財報也不太好的狀況，投資人就會失去信心，但有時候會忽略內部真正在做的事情跟改變。這家公司在裁員之後開始去做調整體質，把賠錢的部分賣掉，專注在賺錢的部分，譬如說把旗下餐廳賣掉，在很多人眼中這是不好的消息，因為你虧錢導致你必須要賣餐廳，但對他們來講，他們更專注在自己可以賺錢的本業上面，這對公司反而是有利的。

另一個是對於利多消息的反應不足，這反應到兩件事情，一個是過度自信，另一個是錨定效果，錨定效果也是賽勒在行為經濟學上重要的理論，就是人會透過自己的第一印象去判斷價格，例如說我今天第一印象是這個東西是便宜的或是貴的，會影響我未來對這個事情的定價。

舉個例達美樂是我們今天大家都很熟悉的牌子，在2010年左右的時間，員工在製作過程中相當不衛生，其實是員工惡作劇放到youtube，但已導致當時大家對於達美樂都是負面的訊息，大家都覺得達美樂是不好吃、便宜、股價低的東西，後來即便達美樂改善菜單跟營運方式，投資人卻因為過去的負面印象，對於達美樂正面的消息反應不足，就是under-reaction，也就是剛剛講的錨定效果，投資大眾對於這個品牌已被限縮在一個負面的形象上。

其實後來達美樂非常積極做一些菜單的更換，或者是說在營運跟載運披薩的模式上做變動，達美樂後來更加擁抱社群，像youtube或臉書這樣的平台去宣傳披薩，其實這些策略都是見效的，然而卻一直沒有反映在股價上，賽勒公司卻看到不一樣的契機，績效確實也非常顯著，27塊美元買進，後來是以112美元賣出這個消息，當然賣出之後股價還是不斷往上漲。

#### 台灣散戶的非理性行為

主持人：散戶更容易受到這種情緒或是行為的影響，台灣投資者容易犯哪些錯誤？

張道宜：其實這些研究當然這些台灣股市的相關研究，並不是賽勒自己本身去做的，但是在他所帶領的這些年輕的學者，認為台灣確實是一個研究行為投資學一個非常好的地方。台灣在過去有很長期一段時間是以散戶為主，散戶的影響力相當的大，但跟現在的環境是有點差異。

最令人訝異的是，當時台股投資人對於股票投資的想像跟賭博是很接近的，他們就研究出一個數字，當台灣樂透在推出之後，台股的週轉量少了百分之二十，當然沒有直接證據說就是不買股票就是跑去買樂透，但這個消長的關係其實非常的明顯。投資跟理財專家都會說你不能把股票投資或基金投資當作是賭博，你應該是有一個長遠的規劃，深切了解你自己買了什麼東西，但是確實有部分的台灣投資人是抱持這樣的心態去買股票。

另外很特別的就是百分之八十四的台股投資人，會賣盈保虧，會把賺錢的股票賣掉，把賠錢的股票一直放著。這是Brad Barber在2007年發表的論文是在國際期刊的論文，他根據台股帳戶當時的交易資料去做分析，大部分人知道自己不應該這樣做，但他還是會失去自我控制的能力。

主持人：除了百分之八十四的台股投資人會賣盈保虧之外，其實我們賣掉賺錢股票比數是虧錢的2.5倍，相較於美國是1.5倍？

張道宜：是的，而這個是台灣自己做的研究，這是輔仁大學管理學院院長許培基教授與交通大學財務金融所葉銀華教授所做的研究，這也可以反應出來台股投資人不理性的地方，而且是比美國還要更為嚴重。

台灣現在慢慢轉為法人盤，我相信很多投資人也都知道這樣的觀念，賽勒會講說人常常會有失去自我控制的這個時候，例如說肚子餓的時候不能到便利商店裡面去，也就是說在買股票的時候，在特定的條件下，你原本知道不能這樣做，但在特別環境下你就會做出不理性的行為，這就是賽勒想告訴投資人的，你可能知道這些學問，但你要確實的實踐它。

主持人：請您分享案例讓聽眾朋友參考？

張道宜：我們這次專題找了三個不同的案例，其中一個我相信許多投資人都非常的熟悉，他是我們楊應超分析師。大家都認為在投資經驗上這麼豐富的人，他們也坦承自己也會遇到投資不理性的狀況，即便連王牌分析師也是如此。但問題不在於他們不理性的問題是什麼，而是如何讓自己克服不理性。以楊英超而言，他今天可以對特定標的特別看好，他不會因為王牌分析師的身分就一意孤行，他還是會找跟他一樣有投資資歷的人，去挑戰他的看法，去交流激盪，而不是讓自己去做出決定。

另外就是用聰明的人去潑自己冷水，才能用不同視角去看自己所持有的投資標的，才不會導致馬克杯效應，因為馬克杯實驗就是對於自己持有的東西會特別的看好跟珍惜，這時候就要找人潑冷水，排除你不要跟你的股票談戀愛，不能有不理性的糾纏。另外就是停損，你要嚴格執行停損的機制，這就是紀律問題，我相信投資人都會有停損的目標，但能不能確實執行，這就是我們專題報導想要告訴大家的。

節目分享：[http://www.uni967.com/newweb/index.php?menu=2&page=2\\_1&ID=15336](http://www.uni967.com/newweb/index.php?menu=2&page=2_1&ID=15336)

