

前言

如果成功的話，這本書可以讓你對最適投資組合的概念完全改觀。本書希望指引你瞭解非理性投資者的行為，並針對這些非理性行為設計出最適資產配置模式。本書在規劃最適資產配置時係根據效率前緣理論，亦即依照不同風險點之最高報酬率所組成的曲線來進行資產配置，但是曲線可能會根據個別投資人的需要與偏好而上下調整。當我們將行為財務學應用到真實生活時，設計出投資人覺得適宜的「最適投資組合」，則投資人可利用此投資計畫，藉以達成長期的財務目標。

由 1990 年以來美股的狂飆與之後科技類股的泡沫化，可以知道不論是對整個市場或個別投資人，非理性投資行為的影響程度均相當巨大。本書主要是提供給從事財富管理諮詢服務的人閱讀，但是對有經驗的投資人而言，若是希望能對自己投資行為有所省思，並且想要建立一套適合自己的投資組合，應該也可從本書獲益不少。本書並不希望被一些成功的理財顧問放在書櫃中當成裝飾品，而是可以實際被用來建立較好投資組合的工作手冊。

觀察目前投資人與理財顧問之間的關係，在建立投資組合時，的確需要對投資人的偏誤行為有所瞭解。理財顧問需要清楚地瞭解顧客為什麼會做出這樣的決策，並且知道何時該修正顧客的行為、何時須配合顧客的決定。如果理財顧問能成功地完成此項艱鉅的任務，則與

客戶的關係將會更穩固，客戶的忠誠度也會提高，不會再輕易地更換理財顧問。

250 年來，社會學與經濟學出現許多學派，有些現在已經消失了，有些則留存至今並仍有很大的影響力。接下來我們將會介紹影響行為財務學的一些社會學與經濟學思想。過去 25 年來，行為財務學領域開始興起且逐漸蓬勃發展，許多有名望的財金學者在一些著名的期刊中發表行為財務學相關的文章，我們將會介紹一些樹立行為財務學派的重要學者，並且回顧他們所寫的文獻。接著我們企圖將行為財務學提升到另一個層次：將行為財務學帶到日常生活中，藉由案例分析讓理財顧問與投資人均能瞭解認知偏誤如何影響投資，而理財顧問又如何能在考量投資人的認知偏誤下給予適當的投資建議。最後，我們將會介紹行為財務學最新的發展與演進。

艱峻的環境

理財顧問目前處身於前所未見的艱困環境。許多理財顧問在 90 年代末期時以為自己身處天堂，美股持續狂飆，怎麼買怎麼賺。沒想到到了 2001 與 2002 年，卻突然從天堂跌落至地獄，網路泡沫化導致美股整個大翻盤。現在來到了低利率時代，理財顧問必須時常面對投資人丟出一些惱人的問題：

「為什麼這個基金的績效表現沒像另一個基金那麼好？」

「為什麼過去一季市場表現不好，我們是不是應該作什麼改變？」

「為什麼資產配置這麼重要？」

「為什麼我們要進行其他的投資？」

「為什麼我們不進行其他的投資？」

「為何我們不對教育基金與退休基金採取同樣的投資方式？」

「為什麼我們不專注買進特定股票，好讓整體報酬比較高？」

面對這些問題，理財顧問需要一本手冊來適當地處理投資人的行為與情緒問題，協助投資人理解為什麼自己不能釘住原先安排好的長期投資計畫。

為什麼需要這本書？

本書集自己數年的研究而完成，並且將行為財務學應用到真實的投資環境中。我開始對行為財務學產生興趣是在 90 年代末期，那時網路泡沫化進入快速破滅的階段，當時我很想找到類似的書卻完全尋覓不著。在那時，我並沒有設定目標要寫出這樣的書，但卻開始接觸相關的議題。直到有一天晚上，剛換工作的妻子帶回一份麥爾斯·布雷格性格測驗 (Myers-Briggs personality type test)，讓我有靈感，想寫些關於行為財務學的東西。我那時的想法很簡單：不同性格的人難道不會有不同的投資型態嗎？但那時我卻找不到任何討論這個問題的文獻，所以透由一位在紐約證券分析協會 (NYSSA, the New York Society of Securities Analysts) 工作的同僚約翰·容格 (John Longo) 博士協助下，我開始寫行為財務學實際應用面的文章。2003 年秋天，我們共同在財富管理期刊 (Journal of Wealth Management) 發表了一篇論文，名為「行為財務學應用層面的新典範：考量既有的行為偏誤與個

性及性別之相關性 (A New Paradigm for Practical Application of Behavioral Finance : Correlating Personality Type and Gender with Established Behavioral Biases.)」，這篇文章是當時此領域中眾所矚目的幾篇文章之一。在寫完幾篇文章後，我開始寫這本書，而我也成為行為財務學應用面的實踐先鋒。

身為財富管理部門經理，必須確實發現及瞭解客戶理財計畫上之行為偏誤，並且針對這些偏誤，找到方法予以調整，而讀者將會在本書中學會這些方法。藉由撰寫本書，希望能將自己累積的想法與知識散播出去，讓理財顧問與投資人能因此獲利。到目前為止，還沒有任何一本關於資產配置的書有考量到行為偏誤的因素，期望本書能對此有所貢獻。



誰需要使用這本書？

本書原來的目的是提供給那些協助顧客作財富管理，並且建立資產配置的理財顧問所使用，但隨著內容的進展，漸漸發現個別投資人也許亦能從本書中獲益良多。以下是可從本書獲益的目標族群：

- 傳統的理財顧問。在美國與海外有大筆的財富是掌握在提供理財諮詢服務的人手中。通常這些人提供的服務均不到信託的層次，並且往往是因為擔任經紀商（如證券公司的營業員）而意外地成為客戶的理財顧問。現在許多人都相信「財富管理」、「理財諮詢」與「經紀商」等角色應融合為一，我們目前也看到的確有這樣的趨勢出現。這樣的改變對理財顧問而言非常重要，理財顧問因承擔更多的責任

而與客戶的關係更緊密化。在理財諮詢產業不斷變化的過程中，應用行為財務學至實務面將是非常重要的一步。

- 私人銀行顧問與財富管理經理。諸如 U.S Trust、Bessemer Trust 等私人銀行總是以嚴肅有條理的方式協助客人進行資產配置。數百年來，這些私人銀行的資產配置多以股票、債券與現金為主。近年來，許多銀行開始增加像創投、避險基金與其他投資產品，但其中資金最雄厚的投資者卻仍以股票、債券與現金為主。私人銀行應該以更積極的態度服務客戶。銀行客戶雖然傾向於保守，但是相對而言也較信任銀行，並且對資產配置處於較被動的狀態。由於這些客戶通常不知如何採用更適合自己的資產配置，或是覺得自己採取積極型投資為時已晚，因此這些人反而最應該採取行為財務學的方式來進行資產配置。私人銀行已經擁有客戶的信任，當然也更應該以行為財務學的方式來維繫客戶關係。
- 獨立的財務顧問。獨立的財務顧問 (有執照但非附屬於任何經紀公司) 有相當獨特的機會可以採用行為財務學，因為這些顧問雖然仍受監督，但所受的規範較大型理財機構少，所以可以自己的方式服務客戶。此一領域已經有逐漸蓬勃的現象，採用行為財務學更可以拓展並加深個別獨立顧問與客戶的關係。
- 持有執照的投資理財顧問。考量所有有機會採用行為財務學的顧問中，有執照的投資理財顧問公司通常具有相當大的潛力可以執行。理由在於投資理財顧問皆身處小公司，受到較少的法律規範。可以想像這些理財顧問通常會詢問

投資人如下問題：「您覺得這樣的資產配置如何？如果我們採用較積極的資產配置方式，您覺得如何？」由於法律規範及其他顧慮，其他類型的顧問通常不太詢問定價、投資選擇等這些問題。

- 諮詢顧問與其他類型的金融顧問。個人、家庭或企業的諮詢顧問也可從本書獲益良多。若能瞭解客戶理財決策的過程與原因，將更能做出合適的建議。當客戶不論在資產配置或心理層面均得到滿足時，將更能維繫長期的合作關係。
- 個別投資人。對於有自省能力並且願意進一步評估自己行為偏誤的投資人，本書可說是非常理想的參考讀物。不論是自行投資或尋求顧問意見的投資人，一般都無法將情緒自投資過程中抽離，但是這並非不能改變的現象。藉由閱讀本書深入探索自己的行為後，個別投資人可以學會修正自己的行為，並且設立一個可以盯住長期目標的資產配置計畫，以達成長期的財務目標。

■ 何時使用本書？

本書適用於想要將行為財務學應用於資產配置，並藉以替客戶或自己創造更好財富規劃的人。而本書使用的時機為：

- 當有機會訂定或需重新訂定資產配置計畫時。如果客戶手頭只有現金而沒有其他資產，理財顧問應該覺得非常愉悅。因為一般除了稅務考量外，客戶手中既有的投資標的

通常會增加新的理財規劃之困難度，有時客戶的投資標的也反映了客戶情緒上的投資偏好。所以如果沒有這些既有包袱，客戶手頭上只有現金或客戶重新進行資產配置時，將是採用行為財務學相當好的時機。

- 當客戶發生重大意外時。當遇到離婚、家人死亡或失業等重大意外時，顧問在作理財諮詢時，通常都必須面對極端情緒化的客戶，此時顧問可以採用本書所學習到的概念，來協助客戶進行理財服務。
- 當客戶手中的持股集中時。當客戶只有單一持股或持股相當集中時，他們的情緒起伏通常很大。以我的經驗來說，發現這類型客戶通常很難說服他們分散持股，這些客戶通常都會說：「我瞭解這公司，所以持有這公司的股份會讓我覺得比較安心；」「如果賣股票會讓我覺得自己不夠忠誠；」「我的祖父之前就曾擁有這檔股票，所以我不會賣了它。」這樣的對話不勝枚舉，而此刻即為採用行為財務學的最適時機。顧問必須去除客戶的情感因素，並且陪伴客戶釋放割裂情感因素時所面臨的壓力。本書將會舉出一些案例來說明。
- 當客戶到達退休年齡時。當客戶進入退休階段，這時是採用行為財務學的重要時機。因為退休時若選擇過舒適一點的生活，通常意味著資產會被削減，這跟其他人生階段的理財目標迥然有異。通常退休是一個重新衡量及規劃資產的時機，也是顧問重新與客戶深化關係的一個好機會。
- 當資產移轉或客戶在作遺產規劃時。許多有錢的客戶會想要留下遺產，在協助這些客戶規劃時，通常要注意客戶的

情感因素。坦白說，在這種時機與客戶爭論通常相當困難，然而這時若採用行為財務學的方式，跳脫出顧問的角色框架，與客戶共同擬定一個努力的目標，則得到一個共同的結論並非是不可能的。

- 當客戶建立信託帳戶時。資產信託也會產生認知偏誤，這時可能會出現的現象是「心理會計」偏誤。如果一位客戶心裡想：「好吧，這部分信託資產將拿去進行某項投資，另外的資產則作其他項投資」，則這個客戶可能無法對整體資產作合理的管理與配置。行為財務學之應用，這時會提供很大的幫助。

當然書中未描述的情境，行為財務學也都能提供諸多助益。

本書的編排

本書的第一篇簡介行為財務學的實際應用面，這些章節將會介紹何謂行為財務學、行為財務學的歷史、以及行為財務學如何應用至投資行為中以進行資產配置。第二篇將完整地回顧最常見到的投資者偏誤，其中將包含這些偏誤的一般描述、技術上的描述、實際應用、研究觀點、投資意涵、診斷及建議。第三篇將整合第一與第二篇的內容，並且清楚地用實際案例來讓大家瞭解如何在生活中與理財時使用行為財務學。第四篇則提供行為財務學應用面的一些特殊議題，並且介紹行為財務學在這些議題上未來可能發展的方向。