

退休金財富管理與ETF投資

周冠男

政治大學財務管理學系特聘教授
國科會財金及會計學門召集人

退休金投資心法

- 巴菲特說，人生就像滾雪球
- 就以投資而論，最終影響雪球大小（投資成果）的因素有
 - 坡道的長度：時間
 - 足夠的雪量：持續投入

行為財務學基礎概念

3

2017諾貝爾經濟學獎

- 理察·塞勒 (Richard H. Thaler)
 - 芝加哥大學教授 (美國伊利諾州)
 - “因其於行為經濟學之貢獻而得獎”
 - 推薦書目：不當行為



4

新古典經濟學派

■ 主要假設

- 人們通常擁有的理性的偏好
- 人們會極大化效用並公司會使收益極大化
- 人們會應用所有可得資訊，做出獨立的決策

■ 效用極大化

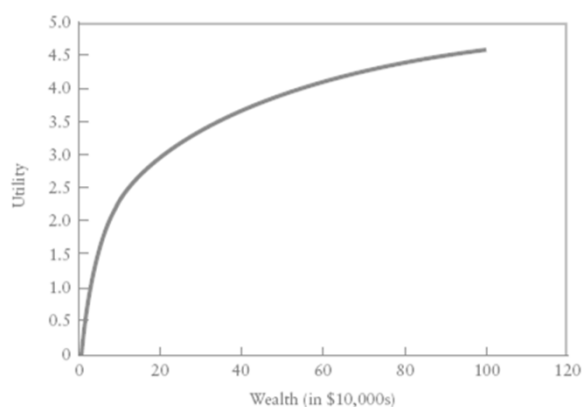
5

機會成本

- 你酒櫃中有幾瓶很以前購買的紅酒，現在一瓶增值到了\$5,000。
 - 你是否願意付\$5,000跟酒商購買同一瓶紅酒，並喝掉它？
 - 那你是否願意現在到你的酒櫃中拿出一瓶，打開來喝掉它？

6

效用函數



7

行為財務學

■ 人們是有限理性的

- 利用心理學作為基礎，解釋股票市場的異常現象。
- 市場參與者的心理特徵，將有系統地影響著個人的投資決策，以及市場最終結果(價格，交易量)。

8

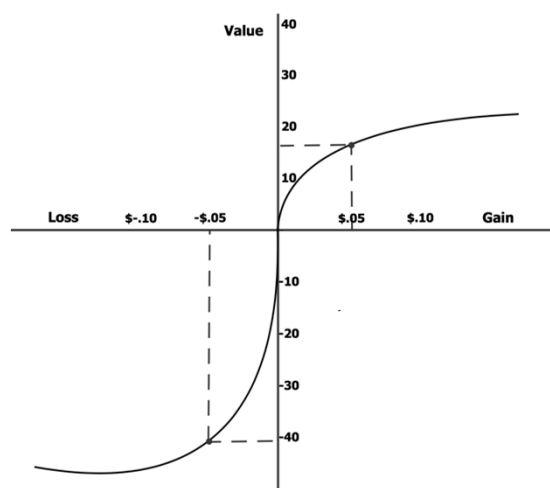
展望理論 (Prospect Theory)

■ 主要準則:

- 個人的價值感受(效用)，建立於收益和損失，而非財富水準
- 面對獲利時選擇規避風險
- 面對損失時選擇追求風險
- 厭惡損失 (Loss Aversion)

9

展望理論：價值函數



By Laurenrosenberger - Own work, CC BY-SA 4.0,
<https://commons.wikimedia.org/w/index.php?curid=67117183>

10

測試你的理性程度

■ 遊戲規則

- 每一位參與者從0到100間選一個數字
- 將所有參與者選擇的數字取平均，再乘以 $2/3$ 。若是你所選擇的數字最靠近平均，你就贏了。

■ 抉擇

- 你的選擇是什麼？
- 期望值為何？（亦即「理性」的答案）
- 即使你已經知道期望值為何，你會選擇那個數值嗎？
- 為何你會選擇不同於期望值的答案？
- 理性參與者會「期望」其餘參與者的不理性行為

■ 這顯示市場有多麼容易變得「非理性」

11

市場效率假說

(Efficient Market Hypothesis, EMH)

- Eugene Fama所提出，基於理性財務理論
- 市場價格充分反映所有相關資訊
- 市場效率隱含了，資產價格在「既有」資訊下是無法被預測的

12

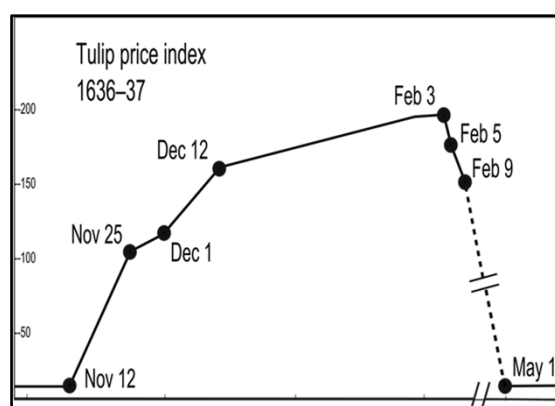
效率市場的困境 - 1

■ 市場泡沫

- 鬱金香泡沫 (見下頁圖)
- 日本房地產泡沫
 - 位於東京的日本皇宮 (約4平方公里) 在1990時，其價值比整個加州土地總值還高 (Impoco, 2008)
 - 日本富士電視臺主持人在1989年的節目中，指著東京的地圖自豪地說，“如今的東京總地價已經超過了美國全國土地的價格，很快將是美國的兩倍。” (經濟日報 2019-07-29，胡偉良)
- 網際網路泡沫
- 美國次貸危機

13

鬱金香泡沫



By JayHenry - Own work from data of Thompson, CC BY-SA 3.0,
<https://commons.wikimedia.org/w/index.php?curid=4892710>

14

效率市場的困境 - 2

- 市場異常現象
 - 元月效應、星期效應、假日效應
- 投資者情緒
 - 天氣: 紐約市天氣與華爾街股市 (Saunders, 1993)
 - 運動: 足球國家隊勝負與股市漲跌 (Edmans, Garcia and Norli, 2007)
- 可預測的報酬型態
 - 價值溢價、價格動能 (price momentum)

15

3Com 和 Palm - 1

- 2000年3月2號：3Com宣布要讓其子公司Palm獨立上市，且拿出Palm的5%股份來做股票初次上市(IPO)
 - 3Com同時宣布在不久後，Palm剩餘的95%股份，將會發放給現有的3Com股東
 - 3Com的股東每股大約可以拿到1.5股Palm的股票
- 買Palm的兩個方法
 - 於 IPO市場上買Palm
 - 買1股3Com的股票，來獲得1.5股Palm的股票，並取得3Com的其他資產

16

3Com 和 Palm - 2

- 如果投資者是理性的
- $P(3Com) = 1.5 * P(Palm) + \text{其他資產價值}$
- 但是在Palm的IPO第一個交易日
 - $P(Palm) = \$95.06$
 - $P(3Com) = \$81.81$
- 這隱含3Com的其他資產價值為負220億美元！

17

3Com 和 Palm - 3

- 大家似乎都能夠了解到這個詭異的狀況
 - 錯誤訂價的性質相當簡單，連最遲鈍的市場參與者都能夠很容易的理解
- 令人難以置信的是，這個錯誤訂價維持了數個月之久！
- 市場上還存在有其他許多類似例子

18

這要如何解釋？

- 「聰明的」投資者受限於賣空Palm的實際困難，而無法套利
 - 但是這無法解釋為什麼有人會選擇買Palm而不是3Com
 - 這需要投資人是不理性的假設
 - 事實上，錯誤訂價的存在是因為兩件事
 - 非理性的投資者
 - 套利的限制(因為交易成本)
- 這個例子說明
 - 為什麼錯誤訂價並不一定是「免費的午餐」
 - 市場是有限理性的

19

行為偏誤與行為投資學

- 本質主義 (Essentialism)
- 行為偏誤：過度自信、心理帳戶、框架效應、錨定效應
- 行為投資學

20

本質主義 - 1 Essentialism

Bloomberg Pursuits

**Michael Jordan's Last
Dance ESPN: Sneakers
Fetch Record \$560,000**



Bloomberg.com

Bloomberg Businessweek 2020-05-19

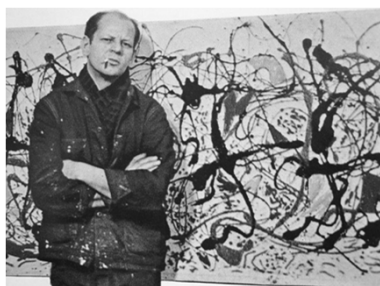


Reuters Pictures, 2008-12-14 in Iraq

21

本質主義 - 2

Jackson Pollock



Marla Olmstead



22

行為偏誤

- 過度自信 (Overconfidence)
- 心理帳戶 (Mental Accounting)
- 框架效應 (Framing)
- 錨定效應 (Anchoring)



23

過度自信

- 如果你認為你的駕駛技能優於一般大眾，請舉手
- 泰山有多高？
 - 中國重要的皇帝祭典儀式中心之一
 - 請你給一個80%的信賴區間，可以包含其真實的高度



24

過度自信

- 過度自信將導致投資人交易量過多，但投資績效卻下降
 - Barber and Odean (2000): 「Trading is Hazardous to your Wealth (交易有損財富)」
 - Barber, Lee, Liu, and Odean (2009): 「散戶投資者因為過度交易損失了多少錢？」
 - 在台灣，散戶每個人每年的因為過度交易，每年損失了新台幣2,300億元，約減損了3.8%的年報酬率，相當於台灣GDP的2.2%
 - 主要是因為他們過於積極的下單行為

25

心理帳戶：入場票問題 - 1

- 1. 你決定看一場入場費為1,000元的戲劇，但是還沒買票。當你進入劇院之前，你發現你弄丟了一張1,000元的鈔票。請問你是否仍然願意花1,000元，購票入場呢？
- 2. 你決定看一場入場費為1,000元的戲劇，並且已經買好了票。進入劇院時，你發現你把票弄丟了，而且門票無法補發。請問你會再花1,000元購買另一張入場票嗎？

26

心理帳戶：門票問題－2

- 以上這兩個問題，本質上並無不同。
 - － 入場票不就是值1,000元嗎？
- 在第一個問題中，88%的受訪者表示他們會選擇買一張入場票
- 在第二個問題中，只有46%的受訪者表示他們會再買一張入場票。
 - － 在第二個問題中，丟掉的入場票和新的入場票都來自同一個「心理帳戶」

27

框架效應

- 框架一
 - － 屢戰屢敗
 - － 屢敗屢戰
- 框架二
 - － 這個手術成功的機率有80%，你願意做嗎？
 - － 這個手術失敗的機率有20%，你願意做嗎？

28

錨定效應 – 1

- 轉動一個上面有數字1-100的轉盤，然後問受試者：聯合國裡有幾個非洲國家？
- 答案會受到轉盤出現數字的顯著影響：
 - 看到轉盤數字為10的人，他們答案的中位數是25
 - 看到轉盤數字為65的人，他們答案的中位數是45

29

錨定效應 – 2

- 許多財務決策都受到錨定效應的影響
 - 股票價值很難評估，因此如果沒有足夠的訊息，購買的價格便成為判斷當前價格是否合理的重要參考點
 - 收益和損失（即0%回報）因而成為交易決策的重要參考點
 - 因此，未來股票的報酬便會受到它們過往表現的影響

30

錨定效應 – 3

■ 處置效應

- 你會傾向出售賺錢的股票還是賠錢的股票？
- 隱含的參考點為何？

■ 買賣決策應該基於公司的未來前景，而非過去的表現。

- 但由於錨定效應，投資者不一定是這樣想
- 投資者面對收益時會變得更加厭惡風險；而在面臨虧損時，會傾向於追求風險

31

我們為何無法學習？

■ 自我歸因偏誤

- 透過允許誇飾自身成功經驗，及同時刻意忘卻失敗，因而阻礙學習自己實際能力的過程。
- 因此過度自信或許反而是因為透過學習而來的
- Learning to be overconfident (Gervais and Odean, 2001)

■ 認知偏誤: 人們會傾向去尋找符合一個人固有信念的證據，並忽略相互衝突的證據

■ Warren Buffett: 「人們最擅長的事就是將新訊息作出解釋，用來確保原來的結論不會改變」

32

行為觀點下的個人投資

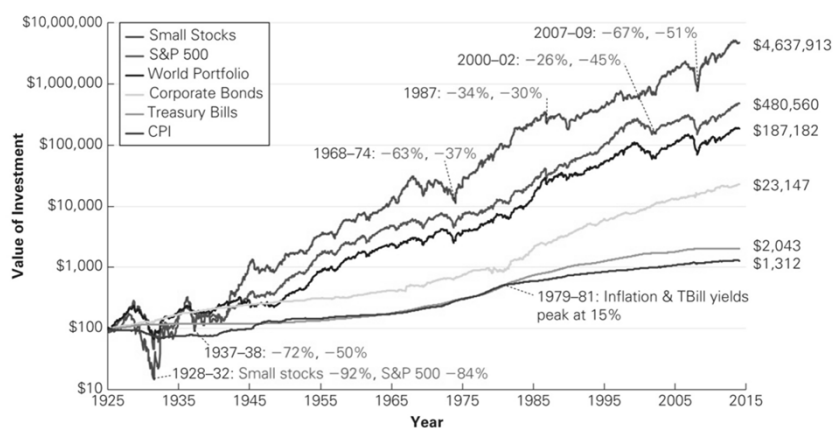
33

市場究竟理性或非理性

- 市場短期的上上下下，是因為人性的貪婪及恐慌面難以改變
 - 造成短期很多市場現象看似違反常理，難以解釋
- 市場長期必定會回歸理性面
 - 凡戰勝不了自己非理性因素的投資人，結果都不會太好
 - 不要相信「這次不一樣」的這種空話
- 結論：把自己不理性的手綁起來
 - 避免短期操作，投資自己不了解的金融產品

34

長期被動投資 - 1



Source: "Corporate Finance: the Core" by Berk and DeMarzo, Global Edition

35

長期被動投資 - 2

■ 理論基礎優勢

- 基於傳統的投資分散及效率市場理論
- 避免承擔可分散風險

■ 實務交易優勢

- 簡單不花時間
- 成本低
 - 0050 (台灣50證券投資信託基金)
 - SPY (S&P 500 ETF)
 - VTI (Vanguard Total Stock Market ETF)

36

長期被動投資 - 3

- 台灣的股票市場不能長期投資？！
 - 有60%的投資人表示來生不願再投資股市
 - 民國50年投資10,000元於股市中到90年為止，實質購買力會累積到360萬元以上，而存在銀行的存款只會增加至10萬元左右(周行一，2005)
- 市場跌至可以接受的價格，就買市場指數工具，如SPY，VOO，VTI，0050或006208等ETF

37

散戶不應該做的事 - 1

- 以散戶的資源實行法人式的主動式投資
 - 零和賽局，你憑甚麼贏法人？隨意看看新聞，占卜一下嗎？
 - 你有考慮交易成本嗎？一週周轉一次，一年的手續費成本： $(0.3\% + 0.1425\% \times 2) \times 52 = 30.42\%$!
 - 老是聽到有人短期炒股賺錢的啊
 - 賠錢的人會跟你說嗎？記得台灣的散戶一年賠了2,300億新台幣嗎？你要當分母嗎？
 - 根據機率就是有人會一直贏的，你能確定你會是那個人嗎？(記不記得有60%的投資人表示來生不願再投資股市？所以運氣不好的人還是居多吧)

38

散戶不應該做的事 - 2

- 投資人承擔的最大風險，就是買了連自己都不瞭解的商品
 - 你知道VIX(隱含波動度)怎麼算的嗎？
 - 如果不知道，那你憑什麼覺得你買VIX ETF會賺錢呢？
 - 你了解原油煉製後會有多少百分比的汽油，煤油，柴油，重油跟瀝青嗎？你知道OPEC有哪些國家，各自產油百分比又是多少嗎？
 - 如果連這些原油基本常識都不知道，那你憑什麼覺得你買原油槓反型ETF會賺錢呢？

39

股市不是賭場 - 1

- 在台灣，當公益彩券的頭獎累計超過五億元新台幣時
 - 以散戶交易為主的股票，其交易量會下降5.2% - 9.1%
! (Gao and Lin, 2014)



臺灣證券交易所



財政部關心您

40

股市不是賭場 – 2

■ “投資應該像是在看油漆乾掉，或看著草長大一樣慢慢來。如果你需要刺激的話，拿800美元去拉斯維加斯賭一把。”

– “Investing should be more like watching paint dry or watching grass grow. If you want excitement, take \$800 and go to Las Vegas.” - Paul Samuelson



41

自我控制 – 1

■ 股市短期的波動不應該影響你的投資決策

– 研究顯示越常觀察股市的投資人，越不願意承擔長期風險，收益也就越低 (Thaler et al., 1997)

■ 這很難，因為人都有自我控制方面的問題

– 減肥永遠是明天的事。這餐飯後先吃甜點，下一餐再吃水果

– 你的手機起床鬧鐘有幾個設定？(見下頁圖)

■ 解決方案：把手綁起來

– 定期定額，持續投入市場

– 80/20法則，80被動，20主動，10年後再來比較⁴²

自我控制 - 2

■ 會跑的鬧鐘



43

自我控制 - 3

■ 奧德修斯與海妖賽蓮



《奧德修斯與賽蓮女妖》（赫伯特·詹姆斯·德拉波/畫、1910年）

44

推薦與不推薦的理財書籍

■ 推薦

- 漫步華爾街：超越股市漲跌的成功投資策略，作者：Burton G. Malkiel，天下文化出版社
- 不理財也發財！？作者：周行一。天下文化出版社
- 不當行為，作者：Richard H. Thaler，先覺出版社

■ 不推薦

- 任何鼓吹利用投資致富的書（我如何投資xx萬累積xx億元財富）
- 鼓吹短線投資的書（第一次技術分析就上手）

45

散戶至少應該要做的事

■ 試著克服你的行為偏誤

- 盡力成為理性的投資者

■ 擬定明確的投資目標

- 根據目標決定投資策略及標的
- 確認你完全了解投資標的的風險與報酬
 - 如果有任何疑慮，請諮詢獨立投資專家
- 在買賣之前，列出你交易的理由，而且確定你不是因為隨機或情感因素而做交易
 - 你確定你完全了解你的投資標的特質嗎？還有，買這個標的的目的是甚麼？

46

長期被動投資－結論

- 你要讓自己成為資本家
 - － 一輩子領薪水很難致富
 - － 讓其他資本家跟勞工24小時幫你工作
- 買買買(市場指數型ETF)，不要賣
 - － 對個人來說，投資應該是被動的
 - － 股市看看就好，短期的漲跌都跟你無關
 - － 分散風險是最有效率的投資方式
 - － 時間是投資最好的朋友

47

投資格言

- 「在錯誤的道路上，奔跑也沒有用」- 華倫·巴菲特
- 「正確的投資方法，是躺在指數的道路上耍廢」- 羅賓·周

48