

行为金融学已明确指出普遍影响到投资决策的认知偏差。同样的，对创新的追求需要对未来的定位，同时会引起不确定性以及长短期利益的矛盾，这些前人所遇到的问题，其共性可为后来者提供经验教训。

避开创新中的行为陷阱

文 / Alexander Börsch & Nicolai Andersen

有两个因素使得有意义的创新投资比其他企业活动更加难以管理。首先，创新充满了不确定性。它关注的是未来，需要对未来的市场需求和趋势、先进技术以及其他一些关键因素做出预测。因此创新项目的结果往往充满不确定性。研究表明40%~90%的新产品开发项目最终会失败。¹

其次，在长短期利益之间存在矛盾。创新对于公司的长期发展来说非常重要，但需要大量资金和资源的投入，并且在短期内没有现金流入。这使得企业往往抵制不住“诱惑”，将资金规划给短期效益更好的项目，使得创新项目不幸“流产”。当面临较大的不确定性和切实的短期需求时，多数企业选择放弃成长性投资，转向那些更加保值、实惠、现实的投资。

当然，投资者面临同样的挑战。投资决策包括决定应该储蓄多少钱、对公司未来现金流以及整个经济走向的预测、在众多资产和证券种类中做出选择。同时，还需要投资者提前明确自己的风险偏好。

根据新古典经济学的理论，这丝毫不用担心。在经济学模型里，个人能够根据无限的市场信息做出完整的理性预期，因此理性的人能够胜任这项任务。但是，一个相对前沿的学术分支发现了很多不合理的因素。经济学和金融学领域的行为学家将经济学理论和心理学结合起来，以解释人们究竟如何做出决策，以及与教科书中描述的理性决策过程有何不同。行为金融学主要研究投资者如何进行决策和处理信息，并阐述了所有阻碍人们做出与资本市场理论一致的最优选择的心理偏差。在实际操作中，这意味着亏损通常是因为人们凭直觉做出决策。

这三个共同点——未来方向、不确定性、长短期利益矛盾——决定了如何促进创新的决策和投资决策有相似的结构，并在相似的环境中发生。因此，行为金融学中定义的投资系统性偏差以及相关解决方法都可以用来帮助创新决策。创新和投资之间的相似性使得行为学观点可以被应用到管理决策中，因此开启了一个新的创新视角，这反过来又给前者带来新的问题和可能的解决方案。

行为金融学研究并记录了多种认知偏差和偏离理性的决策。四种行为陷阱会损害投资决策和创新决策：投资不足、拒绝选择、见木不见林、熟悉偏好。本文将以行为金融学的经验研究为基础，探讨投资陷阱及其心理基础，并给出应用于创新决策和决策过程的行为解决方案。

经验证据往往非常明晰。如美国的退休储蓄数据显示，只有少数雇员（略高于1/3）加入雇主养老金计划。即使加入养老金计划，大多数也只是维持默认的缴费率，而这个比率远远不够维持退休后的舒适生活。

陷阱一

投资不足

为退休做准备的投资者都会面临一个行为学的挑战。他们必须在当下储蓄更多、消费更少，然而收益却要在将来才能得到——舒适的退休生活。这个抉择的困难在于，原则上，为退休储蓄是有意义的，但他们面临着享受当下的巨大诱惑，尽管这种行为可能会带来财务困境。想象一下阳光海岸之旅或者购买新的电子产品，人们怎么处理储蓄和消费之间的矛盾呢？即使意志力很强的人也倾向于享受当下、延迟退休金储蓄。

实验结果也很好地证明了这个结论。美国退休储蓄的数据表明了两件事。第一，只有很少一部分人（略高于1/3）加入了企业养老金计划，即使加入，也仅仅是因为雇主缴费率低和税收优惠，并没有从财务管理的角度考虑。有些人加入养老金计划是因为雇主缴费率太低，无法保证退休后的舒适生活，²并不是因为他们有足够的理财觉悟。第二，确实有人承认自己的储蓄率过低，但只有一小部分计划提高储蓄率，而在这一小部分人当中，又只有部分会真正采取行动。³简而言之，人们对未来的储蓄过低，即使他们意识到这个问题，情况也不会有所改变。

这种行为背后的强大心理学动机被称作“损失厌恶”。相比收益，人们对于损失更为敏感。即使两者数量相等也不例外。根据相关理论，损失带来的负效应是相同数量的收益带来的正效应的两倍。当前消费的减少被视作一种损失，人们力求避免。损失趋避也会产生惯性，钱包里剩余的钱一般不会被动用，即使这样有悖于个人利益。结果就是所有变革经理都很熟悉的“现状偏差”效应。维持现状比起提出变更的行动方案来说具有内在的优势，是判断发展的参照点。对现状的偏离往往让人感觉到会带来损失，因此维持现状是避免损失的极具诱惑的选择。

行为学解决方案：创建机制帮助个人为未来做规划

低储蓄率的问题可以通过建立不受意识干扰的自动化机制来抵消。例如，一

个叫做“为明天储蓄更多”的退休计划，是由行为经济学家理查德·塞勒（Richard Thaler）和施罗莫·伯纳吉（Shlomo Benartzi）共同创建的。⁴雇员提前承诺，当他们涨工资时，就要提高养老金缴费率。这样的话，他们当前可以支配的收入并不会减少，由于缴费率的增长速度低于工资的增长速度，缴费率的提高不会被察觉。这个机制的优势在于，雇员只要做一次决策，而且他们的决策有利于将来的生活而非当下。这个自动调节机制巧妙地利用了人们拖延改变、保持现状的倾向。这个机制没有违背损失趋避，因为它在促使雇员储蓄更多的同时并没有要他们牺牲当前的收入。

投资不足对创新活动来说也是个很大的问题。从经济学角度考虑，会有创新投资不足的倾向性。根据现代创新理论建立者约瑟夫·熊彼特（Joseph Schumpeter）的学说，机构对创新的投资往往会很少，因为新知识的保密和从投资中获得合适的回报率都是较为困难的。另外，创新的不确定性属性、其他有稳定现金流项目的天然优势以及削减创新投资转而投向短期内更为紧迫的项目的诱惑，这些都是导致创新投资不足的因素。即使公司的长期发展有赖于创新，而且也认识到了这一点，但对于创新仍然投资不足。

如果公司面临创新投资不足的风险，他们可以使用类似的机制。他们可以保护创新预算，承诺未来在研发上的支出水平，无论现在的运营状况如何。例如，公司可以制定一个研发强度（研发费用 / 销售收入），以使得创新预算与公司长期增长战略目标一致。如果颠覆性创新风险很大，也可以单独设立一个基金，支持较为激进的创新活动。重要的是，创新预算必须从战略角度制定，而不能与短期盈利项目放在同一平台竞争。最近一项对来自39个国家1200家公司的实验研究表明，拥有高于行业标准的研发支出的公司往往在资本市场上表现更好。⁵资本市场似乎都能认识到研发支出的战略性意义，因此公司的研发承诺可以提高投资者的预期，达到战略目的。

陷阱二

拒绝选择

投资者面临的一个主要挑战是选择过多。太多的选择压垮了大多数人。选择过多对财务决策主要有两个方面的影响。第一，人们常常屈就于默认的选项。第二，如果没有默认的选项，他们会变得犹豫不决。第一种现象在瑞典养老金体系中有所体现。2000年，瑞典推行了一种养老金体系，要求公民将统筹养老金的一部分投资到共同基金，贷记他们的个人退休账户。这个机制提供了650种共同基金和一种政府管理的默认基金，人们是怎么处理这么多选项的呢？超过90%的人选择了默认基金，被自动加入政府基金中，这相当于没有进行选择。⁶换句话说，他们选择了阻力最小的方式。

在其他没有默认选项的情形中，过多选择会导致决策瘫痪。研究表明更多的选择会吸引更多的关注，但同时也会造成决策瘫痪，这在选择果酱种类和选择投资品种时都会发生。⁷当企业养老金计划的投资选择增加时，参与度就会下降。⁸所以，选择过多导致了选择无能，这时如果存在默认选择（没有主动选择时自动适用的选择），它很快会最受欢迎，因为人们总是追随阻力最小的路径。

行为学解决方案：设计合适的默认选择

默认选择的设计对克服选择无能很重要。许多研究表明通过改变默认选择能提高企业养老金计划的参与率。通常来说，雇员要做出主动选择才能加入养老金计划：他们必须进行勾选。因此，默认的选择就是不加入养老金计划。但是，如果加入计划才是默认选择，雇员要主动选择才能退出养老金计划，那么参与率一定会大大提高。⁹

提高公司的创新能力远比改变一个一次性决策的选择组合要复杂得多。但是，原理是可以类比的：既然创新本身不是自动的，创新的动机和环境就可以被制度化。这包括把创新变成常规工作的一部分、内部外部利益相关者的期望，以及一种公司文化。换句话说，公司的创新行为必须成为默认选择。用行为经济学的说法就是转换参照点。

以能量型饮料红牛为例，它成立于 20 世纪 80 年代中期，在短时间内成为自己创造的高成长性市场的领导者。它的快速成长归因于在营销方式上保持永久创新的制度化，将品牌和前卫的运动联系在一起。依赖于非传统市场，红牛设计了一些奇异的活动，如“飞行日”大赛，比赛自制的飞行器哪个能在空中待得更久；街舞大赛；悬崖跳水活动；肥皂和赛车比赛等。最新的一款活动是太空跳伞项目，从超高空自由落体，这应该算得上最壮观的竞技项目，共有 800 万优酷观众观看了这个节目。在红牛市场营销的案例里，默认选项是在某个特定的领域里创造出新奇的活动和体验，这提高了未来营销活动的标准，建立了内在和外在的更高期待，新的项目活动必将以此前的为参照点。

投资者在做决策时会产生“心理账户”（mental accounting）。每项投资会有一个单独的账户，并且该项投资的成功与否将通过对比收益与成本的比较得出。以高于买入价卖出股票会给投资者带来喜悦，而以低于买入价卖出则会带来了痛苦。

陷阱三

见木不见林

投资涉及资产组合。根据经济学原理，投资者不应过分担忧组合中单一证券的表现，而要关注盈亏底线，也就是整个投资组合的风险和收益，无论某些证券是上涨还是下跌。

但是在现实世界里，股票投资者往往无法做到这一点，他们多半盯着某些股票而忽视了这些股票其实只是投资组合的一部分。投资者的心理会有一个“心理账户”，每项投资会有一个单独的账户，并且该项投资的成功与否将通过对比成本和收益的比较得出。以高于买入价卖出股票会给投资者带来喜悦，而以低于买入价卖出则会带来了痛苦。因此，投资者往往在获利时迅速兑现，而对损失却有很强的心理壁垒。换句话说，他们不考虑投资的未来收益，不与其他投资选择进行比较，只是紧紧抓住眼前的。



现实中存在着好几种行为学效应。第一个是“损失厌恶”。顾名思义，指的是对发生损失的厌恶。第二个相关的是“禀赋效应”。人们一旦拥有某项物品，那么对它的评价要远远高于拥有前，无论是股票、咖啡杯还是计划，一旦拥有就想保留。第三个效应与参照点有关。人们常常利用任意参照点做出决策，对于股票，往往是初始价格。他们根据这个参照点判断其未来的走势，他们的决策是基于一个无关紧要的精神指标。综上所述，这些倾向有力地结合在一起，与整体思维方式形成鲜明的对照。

行为学解决方案：使用组合视角

避免这个投资陷阱的有效方法是有意识地转变思维方式，这可能需要投资者跳出组合框架，从 10000 英尺的距离看待投资组合。换句话说，要避免只关注单个证券，要整体性地看待整个组合。

这意味着在做资产配置最基本的决策时，要从组合的层面设置风险措施和预期收益。研究证明，约 90% 的基金表现都依赖于高水平的资产配置。¹⁰ 很多机构投资者在决定资产配置前会设定收益目标值，并考虑他们是否能承受相应的风险。

投资中的“心理账户”与计划和创新投资中的“沉没成本”误区是一致的。很多情况下，公司会选择在不好的项目上追加投资，试图至少收回初始投资，但因此要牺牲其他更有前景的项目，这就是诺贝尔经济学奖得主丹尼尔·卡内曼（Daniel Kahneman）所谓的“承诺升级”。¹¹

把各种创新项目看作是一个投资组合可以有效避免“承诺升级”的困境。首先，创新项目及其绩效评估应该建立在整体组合的基础上，而不是对单个项目进行管理。由于创新的内在不确定性，要做好有些项目会成功有些会失败的心理准备，关键目标是保证创新项目的总体表现良好。

其次是有关投资组合的构建。创新项目和投资一样有不同的风险收益水平，可能是激进的（高风险、高收益），或是保守的（低风险、低收益），也可能是两者之间的不同等级。为了把关注点从单个项目转移到整体组合的层面，可以有意识地区分各个项目的风险收益，然后根据提前拟定的目标值进行项目组合与管理。

投资者在构建投资组合时，会在高风险的新科技公司和政府债券这两个极端资产之间取得平衡。与此类似，创新管理者也可以用高风险 / 高收益和低风险 / 低收益资产的平衡构建一个组合，以此管理组合收益和风险。这种新兴的创新组合应该与公司的整体发展战略保持一致，强劲的发展目标可能需要一个风险和收益都相对较高的创新组合。

陷阱四

熟悉偏好

人们都有很强的倾向去关注自己所知道的，往往会依赖于易得或易于回忆的信息。本能促使我们更偏好熟悉的东西，因为它们更安全，而那些不熟悉的事物可能蕴含着新的未知的风险。在情感层面上也是如此，大量证据表明人们更偏好熟悉的东西。

在投资领域有很多相关现象。出于退休投资的目的，过于依赖员工股，从风险角度来看，这可能不是明智的选择。如果公司破产，你将同时失去工作、收入和退休储蓄。但目前的数据显示，即使有安然、雷曼等众所周知的“血的教训”，还是有超过一半的美国雇员将储蓄投资在员工股上。¹²

这种行为偏好还影响着国际投资。资本市场理论的结论是要尽可能分散化投资，但大量的投资者还是偏重自己国家的资产。根据国际货币基金组织的统计，2005年美国人的投资组合中87%都是投资于国内证券，德国人是72%，¹³占全球市场资本总值的比例美国为43%，德国为3%，熟悉的领域对投资者有着绝对的吸引力。他们往往没有充分实现投资多元化，这意味着给定收益水平，他们将面临更大的风险，或者说给定风险水平，他们获得的收益更低。¹⁴

行为学解决方案：把鸡蛋放在尽可能多的篮子里

在投资中，通过克服情感上对熟悉事物的偏好，有意识地尽量多元化投资，包括地区、资产种类、具体证券等方面的分散化。这对个人投资者来说是很困难的，因此机构投资者、财务顾问和共同基金也就应运而生，帮助人们做投资决策。

在创新领域，“熟悉偏好”与“非我发明症”(not-invented-here syndrome)是类似的，本能使然，人们常常觉得内在产生的想法往往比外来的更优越、更可行。对新想法的背景越熟悉，就越容易建立联系。

其他要考虑的因素主要是创新组合有哪些来源，为了避免“熟悉偏好”，创新者需要像投资者分散化投资那样，多元化创新理念的来源。

以德国著名制造业企业科德宝(Freudenberg)为例。该企业有37000名员工，业务遍布57个国家，企业最大的部门——科德宝密封技术引入一种“整体创新法”以拓宽创意的来源渠道。该公司开发了一种条理性很强的趋势监测系统，掌握每个市场部门的动态。公司会与客户讨论每一种趋势，将其与客户的问题、需求进行对比，然后在创新的早期阶段收集客户的反馈。产品研发是在一个专门的跨学科的创新中心进行的，科德宝会召集一些外部专家（主要来自学术界）以便获得新的创意。公司与大学保持密切联系，经常与大学教授合作开展研究项目，还定期在峰会或科研日与客户、专家、业内人士讨论有利于公司发展的趋势。在创新的每一阶段，这个外部生态圈和持续不断的外部反馈极大地帮助公司多元化信息渠道，并实现了市场导向型的创新。

良好的行为

用行为学的观点看待创新可以带来更有效的创新过程和结果，在这个意义上，

行为学的研究模式与其他模式对创新管理并无太大差异。它是反映现行惯例、识别弱点、提供方向的良好框架。另外，它让我们意识到人类有与生俱来的习惯和直觉上的偏向性。行为金融学的兴起预示着将感知偏向性纳入考量，能够帮助投资者提高投资业绩，并很可能提高创新投资的回报。

尾注

1. George Castellion and Stephen K. Markham, “Perspective: New product failure rates: Influence of argumentum ad populum and self-interest,” *Journal of Product Innovation Management* 30, no. 5 (2013).
2. Brigitte C. Madrian and Dennis F. Shea, “The power of suggestion: Inertia in 401(k) participation and savings behaviour,” *Quarterly Journal of Economics* 116, no. 4 (2001): pp. 1,149–1,187.
3. John Beshears, James Choi, David Laibson, and Brigitte Madrian, “Helping employees help themselves,” *Milken Institute Review*, 2006.
4. Richard Thaler and Shlomo Benartzi, “Save more tomorrow: Using behavioral economics to increase employee saving,” *Journal of Political Economy* 112/1 (2004).
5. Deutsche Bank Research, *Capital markets reward R&D*, June 2011, <www.dbresearch.com>.
6. Waldo Tapia and Juan Yermo, “Implications of behavioural economics for mandatory individual account pension systems,” *OECD working papers on insurance and private pensions*, no. 11 (2007).
7. 在一系列的实验中，哥伦比亚商学院的Sheena Iyengar发现更多的选择会吸引更多的关注和更少的决策。研究者在杂货店内组织了一场果酱实验，陈列了6或24种异国口味的果酱。结果是果酱越多，越多的行人被吸引驻足。但浏览多种果酱的顾客中只有3%最终购买了果酱，而浏览种类少的果酱的顾客里有30%最终购买了果酱。更多细节，请参考Sheena Iyengar and Mark Lepper, “Choice and its consequences: On the costs and benefits of self-determination,” *Self and Motivation: Emerging Psychological Perspectives*, ed. Abraham Tesser, Diederik A. Stapel, and Joanne V. Wood (Washington, DC: American Psychological Association, 2002).
8. Gary Mottola and Stephen Utkus, *Can there be too much choice in a retirement savings plan?*, Vanguard Center for Retirement Research, June 2003.
9. James Choi, David Laibson, Brigitte Madrian, and Andrew Metrick, “Saving for retirement on the path of least resistance,” *Harvard University working paper*, July 2004.
10. Roger G. Ibbotson and Paul D. Kaplan, “Does asset allocation policy explain 40, 90, or 100 percent of performance?,” *Financial Analysts Journal*, 2000.
11. Daniel Kahneman and Amos Tversky, “Prospect theory: An analysis of decisions under risk,” *Econometrica*, 1979.
12. Employee Benefit Research Institute, *401(k) plan asset allocation, account balances, and loan activity in 2012*, EBRI issue brief no. 394, December 2013.
13. Hisham Foad, “Familiarity bias,” *Behavioral Finance: Investors, Corporations, and Markets*, ed. Kent Baker and John Nofsinger (Wiley, 2010).
14. 还有很多其他的对“国际投资中的本土偏好”的释义，强调制度上和信息上的因素，以及交易成本。其中包括对于本土的公司或宏观经济形势信息的获取能力，以及对于国际投资复杂税务法规信息的获取能力。更多细节，请参考Hisham Foad, “Familiarity bias,” *Behavioral Finance: Investors, Corporations, and Markets*, ed. Kent Baker and John Nofsinger (Wiley, 2010).

原文刊登于 *Deloitte University Press* 出版刊物 *Deloitte Review* 第 15 期，感谢德勤中国翻译组。