

# 《行为金融学》作业参考答案

## 第 10 章

### 一、思考习题

1、在市场非有效的前提下，管理者财务决策的目标是什么？如何采取相应的财务策略应对金融市场的非理性需求？

答：当市场非有效时，经理层主要通过衡量三个相互冲突的目标进行财务决策。第一个目标是获取最大化公司内在价值。第二个目标是最大化公司当前的股票价格。第三个目标是利用当前的错误定价为现有股东的长期利益服务。

从实际的角度，经理层主要通过市场时机选择和股利迎合实现其最优化目标。①错误定价时的融资时机选择。当股价被高估时，发行股票能使长期投资的老股东获益，相反，当股价被低估时，赎回股票能维护股东的利益，即经理层可通过发行新股或回购股票来进行市场时机的选择。②迎合市场的股利政策。经理层通常迎合投资者的偏好而制定股利政策，来获得股票溢价。当投资者倾向于风险回避时，他们可能偏好发放现金股利的股票，因为认为这类公司风险小，于是对支付现金股利的股票给予溢价，管理者就支付现金股利。当投资者偏好股票股利，经理层就选择股票股利，以图实现股票股利的溢价。

2、管理者过度自信的表现有哪些？其会导致怎样的非理性财务决策行为？

答：①过度乐观。经理人对未来发展过度乐观，比如项目投资时，经理人因过于乐观而可能高估项目收益、低估项目的成本和风险，追求一个不可能达到的预算结果。②控制幻觉。过度自信的决策者会过高地估计自己的控制能力，形成“控制幻觉”，从而过于依赖自己的激情和感觉，做出过于激进的决策。

管理者的过度自信会导致：①对非最优项目的过度投资。管理者的过度自信可能会使其接受非最优甚至是  $NPV < 0$  的项目，造成低效率的投资。②对失败项目的恶性增资。对一个虽投入大量资源，但却该放弃的项目，由于管理者的过度自信，相信能够在最后时刻取得成功，仍然继续投入额外的资源。③陷入竞争性项目的“赢者诅咒”。在并购决策中，过度自信使管理者忽视大量公司并购失败的案例，低估并购以后将面临的各种困难。过度自信还会导致并购中的过度支付。④扩张冲动及导致激进的融资结构。过度自信的管理者会表现出扩张的冲动，从而迫使企业进行大量外部融资。他们会高估自己外部筹资能力，低估融资成本给公司经营带来的压力以及融资风险的存在，表现为过度外部融资、过度负债融资和过度短期融资等特征。

3、促使管理者产生从众行为的因素有哪些？它们对企业的投资与并购产生什么样的影响？

答：①节约信息搜集成本。由于信息的不对称和时效性，管理者无法获得所有有效投资信息。当信息难以获取或成本过高时，模仿他人的投资行为可以节约搜寻和信息加工成本，研究发现管理者越是缺少信息，就越会模仿他人的行为。

②维护声誉。当管理者的投资决策影响其声誉时，则会发生从众行为，且管理者声誉越高，能力越低，这种现象就越明显。投资经理人出于声誉顾虑，宁愿采取次优行动也不愿偏离大众的投资决策。

③推卸责任。后悔厌恶心理使经理人为了避免个人投资决策失误可能带来的后悔和痛苦，而选择与其他人相同的策略。即使投资失败，经理人从心理上把责任推给别人，而减轻自己的后悔。

对企业的投资与并购产生的影响有：

①从众行为使管理者不能理性，科学地进行项目可行性论证，盲目上马，加大了项目投资失败的可能性。

②从众行为导致的企业无序多元化投资行为，往往会导致企业投资于基本领域之外，影响企业的正常经营和发展。

③从整体性来看，从众行为对行业和社会的发展也是不利的。过多企业进入一个行业，等于在一个行业里大量重复建设，造成资源的浪费，还会导致竞争加剧和市场的混乱。当产品利润下降时，各企业之间又易引发恶性竞争，正常的行业运行遭到冲击和破坏，导致行业发展停滞不前，严重时甚至会让整个行业陷入低迷和萧条。

#### 参考文献：

饶育蕾，蒋波. 行为公司金融：公司财务决策的理性与非理性[M]. 高等教育出版社，2010：182-183.

#### 4、管理者的证实偏差和损失厌恶如何共同对企业的投资行为产生影响？可能存在什么危害？

答：证实偏差和损失厌恶会造成对失败项目的恶性增资。

首先损失厌恶使管理者在面对确定的收益时选择风险寻求，而面对确定的损失时选择风险规避。在已经失败的投资项目上，经理人往往追加投资试图扳回已经造成的损失，导致损失的进一步扩大。为了弥补已经产生的损失，经理人在决策时会倾向于风险寻求即继续追加投资。

其次在证实偏差的影响下，当项目实施过程中出现与预期相违背的证据时，管理者可能并不认为是自己的信念或决策存在错误，而是认为由于行动实施不到位等原因，才没有出现预想的结果。人们为一个项目付出得越多，就越觉高估项目的价值，越有继续为此付出努力的动机。因此，管理者往往会坚持自己

错误的信念，倾向于投入更多的时间、精力、资源到行动过程中，试图改变状况以便朝着自己预期的方向发展，从而证明自己当初的决策是正确的。

由于恶性增资，会将过多的时间、精力、资源投入到不可能获得收益的项目中，造成企业资源的极大浪费，降低企业投资效率，严重损害企业价值，甚至会陷入资金链紧张甚至破产的地步。

## 二、案例讨论：康泊公司的系统开发

上世纪80年代早期，大型电脑公司康泊（CompuSys）公司制造部着手开发一种称之为“Config”的专用系统，用于帮助公司的销售代表在提供报价之前产生无误差的配置，因为配置差错一直是销售代表面临的主要问题。Config项目的负责人汤姆·琼斯（Tom Jones）和乔治·史密斯（George Smith）对此寄予了很高的期望，他们计划将该系统的开发建立在之前已经成功完成的“检验者”（Verifier）项目之上。

琼斯和史密斯邀请销售代表参与项目开发，销售代表使用了系统原型并提出了很多不满，指出Config系统与销售代表一贯用来报价的操作系统不兼容，而且速度很慢，界面也不友好。

琼斯和史密斯承诺会采纳这些建议改进系统，并争取在1983年让系统在销售部门开始使用。1982年，项目团队对系统的现金流折现分析认为：在1982—1986年五年期内，按20%的折现率计算项目的NPV为4390万美元，而项目运作和开发成本为1040万美元。显然，项目是可行的。

但到1983年底，系统仍未能在销售部门使用。参与项目的销售代表抱怨研发工程师没有吸纳他们所提出的意见。然而工程师们对这一项目却仍然热情高涨，继续该项目的研发，并提出全盘落实系统目标。1985年，项目工程师终于将系统与销售代表使用的报价系统兼容，然而销售人员发现它进行报价的速度更慢，还不如不用。

而1985年，对项目的第二次财务分析认为：在1985—1989年五年内，预计该项目的NPV为5570万美元，项目的评价结果仍是可行的。

康泊管理者事后这样描述琼斯和史密斯的行为：当我们对Config项目领域的人们进行调查时，我们得到的信息并不是琼斯和史密斯想要的，他们反应是：“错误答案，我们不喜欢那些答案。”他们从不听取负面的反馈信息。史密斯对这一领域的负面反馈信息十分抵触，说：“这是谣言。”于是我们不得不离开去进行另外的调查。有时他让我们回头对同样的群体再次进行调查，即使反馈信息仍然是负面的，琼斯和史密斯还是认为这个项目有着积极的方面。

1987年，项目团队对项目进行了第三次财务分析结果表明：在1987-1991年的五年中，预计该项目的NPV至少为4110万美元。

到1990年，Config系统已经强制在销售部门使用。然而，许多制造部门以外的管理者都质疑，认为应该放弃该项目，不同的意见包括：“我写了三份报告申请终止项目，寄给了三位副总经理，却仍然无法阻止它，这是一个多么神圣的项目”、“如果康泊在这个项目上已经花费了几百万美元，那么我们实在是错误的，我认为我们必须立即停止这个项目”、“开发Config系统就像是在自寻死路，我们现在已经有充足证据表明Config没有成功而是它已经悲惨的失败了，而问题在于没有人愿意结束它”。但项目仍然在推进着。

1992年，琼斯去世，史密斯离开了康泊公司。公司一位新的副总裁对Config系统项目进行评估并得出结论：“我们到底在干什么？我们正在把大量的钱花在一个没有人真正想要的项目上，结束吧！”于是，项目终于停止了。

问题：

（1）康泊公司经理人在Config系统项目开发中，存在哪些心理和行为偏差，它们对该项目的失败分别产生哪些影响？

（2）试想该如何避免康泊公司这样的失败？

**（1）答：**①证实偏差。证实偏差影响经理层的投资决策，人们在寻找支撑某个假设的证据时，有证实而不是证伪的倾向。经理人在进行决策信息的收集和判断时，倾向于乐于接受支持自己观点的信息，而忽略不同于自己观点的信息，或排斥与自己意见相左的信息。康泊公司经理人对Config项目存在良好的预期并特别热衷于该项目，这种情况下，如果决策者在公司内部具有一定的权威性，而且公司缺乏真正规范的、制度化的项目论证和决策程序，那么决策者的信念就会变成公司的目标，项目的论证过程就会流于形式，成为“证实”的过程而不可能出现“证伪”的思路，项目最终会按照决策者的意图进行。

在证实偏差的影响下，当项目在实施过程中出现一些与预期相违背的证据时，经理人可能并不认为是自己的信念或决策存在错误，而是认为由于行动实施不到位等原因，才没有出现预想的结果。Config项目期间，对项目领域人的调查都是对项目的负面评价，琼斯和史密斯的反应是否定这些评价，不听取负面的反馈信息因此，经理人往往会坚持自己错误的信念，倾向于投入更多的时间、精力、资源到行动过程中，试图改变状况以便朝着自己预期的方向发展，从而证明自己当初的决策是正确的。

②过度自信。过度自信指人们往往过于相信自己的判断能力，高估自己成功的概率。琼斯和史密斯一开始就对Config项目寄予厚望，展现出对自己判断的信心，在项目开发过程中对项目进度也展现出过度自信的倾向，“琼斯和史密斯承诺会采纳这些建议改进系统，并争取在1983年让系统在销售部门开始使



用。”但是直到983年底也没有交付使用。面对专业人员对项目的负面评价时他们始终坚持项目有积极的方面。康泊公司经理人的过度自信使得注定失败的项目不能及时停止，损失不断扩大。

③损失厌恶。损失厌恶心理表明人们在面对收益的时候不愿意冒风险，面对确定的损失时愿意冒风险。案例中，康泊公司经理人任何时候停止系统开发的项目就会产生确定的损失。这时经理人不会停止项目开发接受项目失败的事实，而是继续投资，继续开发，企图博得最后的成功。

**(2) 答：**①公司建立规范的、制度化的项目论证和决策程序，降低个体影响，可以有效避免经理人的心理和行为偏差带来的不良影响。②重视专业人士意见。项目决策和推进过程中，纳入相关领域专家进行评估，并重视专家的意见，及时对项目投资做出调整。③设置止损点。公司对项目投资设置相应的止损点，防止由于个人心理和行为偏差带来的承诺升级和恶性增资。