

《行为金融学》作业参考答案

第7章

一、思考题

1.什么是处置效应，其产生的心理学基础是什么，它对投资结果产生什么影响？

答：含义：投资者过早卖出盈利股票而迟迟不愿抛弃亏损股票的行为。

心理学基础：①前景理论。投资者以股票买价为参考点，在收益区域，由于价值曲线的凹性，收益下降所带来的价值下降大于收益上升带来的价值上升，为了避免价格下降带来的恐惧，于是人们倾向于卖掉股票；相反，在损失区域，由于曲线的凸性，收益上升所带来的价值上升大于收益下降带来的价值下降，于是人们倾向于持有股票等待价格的上涨。②心理账户，当投资者买入股票时意味着开立了一个新的心理账户，投资者会不自觉的忽略股票的价值而总将股票价格与买入价相比。③后悔厌恶与自我控制心理，投资者卖出损失的股票意味着确认自己的错误，这将使投资者产生极大的懊悔心理，而自我辩护动机使其不愿意卖出损失的股票因而避免对错误的确认。④情绪影响，若投资者希望股票交易带来更多的喜悦与成就，他就更愿意卖出盈利的股票，因为实际的盈利将带来极大的满足；而卖出亏损的股票将使投资者变的懊恼，悲伤。

影响：仍旧持有的资产收益率持续表现为负值，而已被卖出的资产回报率则在随后持续为正。

2.投资者为什么容易出现过度交易，其产生的原因是什么？过度交易可能带来什么结果？

答：原因：①过度自信。过度自信使投资者对自己的观点过分确定却没有能够充分考虑其它因素，因而增加了交易的频率。②自我归因。投资者强烈的自我归因偏差使他们把之前交易的成功归结于自己的判断与能力；但却将交易失败归结于他人与不好的运气。由于过于夸大自己的才能与投资天赋，而产生过度交易的行为偏差。③认知幻觉也是导致过度交易。在信息时代，投资者极容易因为掌握的过多信息而产生认知幻觉。他们会误认为自己掌握了正确而有效的信息，因而产生极强的预测信心。但过多的冗余信息也将使投资者产生更为明显的过度自信，因而导致更为频繁的过度交易。

后果：过度交易的表现就是忽视了交易成本，因而投资者股票交易的收益下降了。简单来说，若这些投资者更少的交易其收益将会更好，考虑交易成本之后，频繁交易的账户平均收益将会远低于市场的平均收益。此外高换手率导致了更低的投资收益率，过度交易将带来投资者收益的损失。

3. 有限注意力是如何影响投资者股票定价的。

答：①有限注意力使投资者倾向于关注显著信息，造成股价对显著信息反应过度，而对其它信息可能反应不足。由于注意力有限，投资者通常不能一次性处理全部的新信息，而是根据信息的重要性和紧迫性，按一定的顺序逐条处理。在股票买卖过程中，投资者会将自己的注意力在宏观经济方面的信息和微观层面上的信息进行先后分配，由此可能导致股票收益率的联动。②有限注意力导致盈余公告漂移现象，当公司的盈利公告公布之后，公司的超额收益率向上或向下漂移。投资者对公司股票的关注度越少，越有可能忽视公司的盈余公告，公司的信息就越难完全反映到股价中去。③有限注意力会与投资者的一些行为偏差（例如过度自信）相互作用，导致股价的过度反应

4. 本土偏差是不是普遍存在？为什么会存在这样的偏差？

答：本土偏差是普遍存在的，无论在成熟市场还是新兴市场都存在着不同程度的本土偏差，只不过后者更强。

原因：①信息幻觉：投资者认为其在本土、本国市场具有明显的信息优势，更了解靠近自己的公司，可以从本地的媒体中了解有关公司的重要信息，甚至可能与本地公司的高管建立密切关系而获得信息优势。②熟悉偏好。心理学研究也表明，人们喜欢在自己比较熟悉的环境下行动，投资者购买本国、本地以及本公司的股票是因为他们对这些公司更熟悉。③投资者自身的禀赋限制。例如教育水平、收入水平、交易经验等限制。

二、案例讨论

1、分析师的推荐是否过度乐观？

分析师是资本市场的重要参与人员，因其专业的分析能力与较高的教育水平而被市场认为是最为理性的交易者。许多机构投资者甚至散户投资者都愿意听取分析师的投资建议并根据分析师对股票的评级与预测调整股票资产。我国证券市场的评级机构在最近几年已经有了长足的发展，截至 2015 年年底，证券评级机构已经达到 11797 家，分析师的评级意见对股票市场的交易影响力也日益增强。

然而分析师实际的表现却让我们怀疑是否分析师在评级与预测中都表现出了较强的乐观偏差。Barber 通过研究华尔街分析师“强烈推荐买入”的股票在市场中的表现发现，分析师强烈推荐买入的股票还没有跑赢大盘，每月的回报率比大盘要少 3%，而他们建议卖出的股票却表现为每月比大盘高出 3.8% 的收益率。更糟糕的是，一项调查研究发现，投资者若采纳华尔街券商分析师的建议，买入这些券商主承销或共同承销的 IPO 股票将损失 50% 以上的资金。大量的研

究证据已经表明分析师倾向于向对他们正在研究覆盖的公司的表现过度乐观，在 20 世纪 90 年代，美国证券市场推荐买入与推荐卖出的比例上升至 100:1。很明显，分析师为维持声誉与报酬需要而更多的向投资者推荐买入股票而非卖出。通过整理 wind 数据库中 2005-2015 年所有评级机构中分析师的投资建议发现，推荐买入与推荐增持的机构比例在 2015 年已经达到了 53.97%与 40.32%，而推荐卖出的比例最高都没有超过 0.4%。若与同期的上市公司相比，可以计算出平均每家上市公司最高被推荐买入达到 2.25 次，推荐增持达到 1.68 次。可见，在我国的证券市场中，分析师同样表现出了较强的过度乐观偏差。

表 7-6 评级机构中分析师的投资建议

年份	总评级机构	维持	买入	增持	中性	减持	卖出	上市公司总数
2005	5689	1998	560	2273	2523	316	17	1377
2006	6562	2764	1407	3220	1817	110	8	1421
2007	5187	760	1737	2503	887	54	6	1530
2008	8002	864	1660	3813	2389	110	30	1604
2009	9893	1306	2739	5017	2053	69	15	1700
2010	11577	1568	3746	6139	1663	23	6	2063
2011	12554	1960	4781	6391	1352	29	1	2342
2012	12741	2185	4292	6867	1545	29	8	2494
2013	11460	2184	5001	5440	976	29	14	2489
2014	11606	2572	5388	5305	839	44	30	2613
2015	11797	2451	6367	4756	606	62	6	2827

数据来源：WIND 金融数据库

问题：

(1) 证券分析师倾向于发表什么样的投资建议？根据你的理解，这种建议是否客观，他们是否可以从中获利？

(2) 马尔基尔在《漫步华尔街》说到当一位分析师说“买入”时，他的意思是“持有”；他说“持有”时，很可能在委婉的表示“扔掉这破玩意，越快越好”，你认同他的观点吗？你认为分析师为什么会出现这种行为？

(3) 请阅读研究分析师乐观偏差的相关研究文献，并分析如何降低分析师的这种乐观偏差？

(1) 答：由案例可知，在 20 世纪 90 年代，美国证券市场推荐买入与卖出的比例上升至 100: 1。很明显，分析师出于维护声誉与获得报酬的需要而更多地向投资者推荐买入而非卖出。A 股市场证据同样表明，推荐买入与增持的建

议超过了 94%。可见，证券分析师倾向于发布买入或增持的投资建议。

这种建议并不客观。过多的买入建议并不符合市场客观现状，因不可能几乎所有的股票都具有恰当的买入价值，并且从实际股票走势数据出发，收益高于市场平均与低于市场平均的股票数量相差并不显著。其推荐建议存在明显的乐观偏差。当分析师提供更多的买入建议时，会帮助承销商卖出更多的股票。因此，分析师可以获得更高的职业报酬。

(2) 答：由于分析师存在系统性的乐观偏差，所以认同该说法

原因：①分析师存在过度自信、自我认知偏差等非理性认知与心理偏差，这些心理偏差的存在会使分析师会发布更为乐观的评级与投资建议；②分析师存在利益冲突动机。分析师的行为是利益函数均衡的结果：如承销商为了维持与客户的关系可能牺牲声誉、违背独立性，促使分析师发布更加乐观的投资评级报告和更乐观的盈利预测；分析师为了获取更多的经纪佣金收入而发布更加乐观的预测来提升交易量；分析师对券商的自营业务所重仓持有的股票也会更加乐观。

(3) 答：①信息披露规则的作用。谭越、钟子英和管总平（2013）研究发现信息披露规则有助于缓解分析师受到的来自于承销商关系和机构投资者的压力，并且这种作用在高成长性公司与低成长性公司之间，以及竞争性公司与非竞争性公司之间中存在差异。因此，抑制分析师的乐观偏差，首要在于降低其利益冲突，保证其独立性应当确保规则的有效实施，彻底切断私人信息的供给，保障投资者获取信息的公平性，避免私人信息成为上市公司有价值的交换商品。②分析师市场竞争会削弱乐观偏差。Hong and Kacperczyk（2010）发现分析师之间的竞争会降低乐观偏差，竞争关系的存在使分析师为获得更高的竞争优势必须提供更为准确的预测与评级，这样必然会降低乐观偏差。其次，分析师竞争市场的建立会让更多的分析师涌入市场，而更多的分析师会提供更高的信息含量，从而帮助个体降低认知上的偏差，降低乐观偏差。

参考资料：

李丹,袁淳,廖冠民.卖空机制与分析师乐观性偏差——基于双重差分模型的检验[J].会计研究,2016(09):25-31.

谭跃, 钟子英, 管总平. 公平信息披露规则能缓解证券分析师的利益冲突吗[J]. 南开管理评论, 2013, 16(4): 43-54.

Hong H, Kacperczyk M. Competition and bias[J]. The Quarterly Journal of Economics, 2010, 125(4): 1683-1725.

许年行, 江轩宇, 伊志宏, 等. 分析师利益冲突, 乐观偏差与股价崩盘风险[J]. 经济研究, 2012 (7): 127-140.

2、开放式基金的“赎回困惑”

开放式基金是一种重要的基金形式, 根据投资标的可以分为股票型基金、债券型基金、混合型基金、货币市场基金等。我国自 2001 年 9 月推出首只开放式基金以来, 其数量、规模、质量都实现了快速增长, 成为一种越来越受欢迎的投资工具。尤其是自 2013 年互联网理财时代开启后, 开放式基金数量与规模迅速增加。截至 2016 年底, 开放式基金数量已经达到 3098 支, 年增长接近 330 支, 净资产规模 8.887 万亿, 占基金市场份额 97.73%。

开放式基金的一个显著特点就是可随时直接向基金管理公司购买或赎回。这就使开放式基金有一种天然的“优胜劣汰”机制, 即业绩好的基金能够得到更多的申购, 从而扩大规模, 业绩差的基金可能遭到大量赎回。然而, 事实并非如此, 我们统计分析了中国证券市场上所有开放式基金的上期单位净值增长率与基金当期净赎回率的关系。根据从万德 (Wind) 数据库, 以 2005-2014 年的每一季度为研究期间, 将开放式基金分别按上期和当期的净值增长率由高到低按照 3: 4: 3 的比例分为三组。其中净值增长率较低的一组被称为“低增长”组, 较高的一组称为“高增长”组。分类后, 计算出每季度组“高增长”和“低增长”组的平均净赎回率, 算出两组基金净赎回率之差“高-低”, 如表 7-7 所示。

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
低增长	-4.96	41.21	40.76	3.08	-8.90	3.62	-4.30	-4.27	-6.29	73.70
高增长	18.59	10.94	221.38	26.81	32.38	7.05	-1.14	62.52	3.39	26.52
高一低	23.54	-30.27	180.62	23.73	41.28	3.43	3.17	66.79	9.69	-75.89

数据来源: 万德数据库

表 7-7 上期净值增长率与当期基金净赎回率 (%)

可以看出, 2005-2014 的 10 年间仅 2006 和 2014 年两年除外, 其它各年中, 上期净值增长高的基金却面临了更高的净赎回率。

问题:

(1) 为什么基金持有人倾向于赎回过去业绩好的基金而继续持有业绩差的基金? 这对基金持有人自身的收益有什么影响?

(2) 请进一步收集数据检验一下, 分别用一个月、一个季度、半年为时间段检验过去业绩好的基金未来收益是持续还是反转?

(3) 基金的“赎回困惑”对我国基金业的发展具有什么影响？

(1) 答：首先这种行为是一种典型的处置效应偏差。这种处置效应出现的原因有：①损失厌恶。前景理论认为个人无法同等看待所获得的收益与遭受的损失。当价值函数在收益域时，投资者表现为风险规避；当价值函数在损失域时，投资者表现为风险寻求。在收益区间，由于曲线的凹性，收益下降所带来的价值下降大于收益上升带来的价值上升，为了避免价格下降带来的恐惧，人们倾向于卖出基金；相反，在损失区间，由于曲线的凸性，收益上升带来的价值上升大于收益下降带来的价值下降，于是人们倾向于持有基金等待价格的上涨。②心理账户。当投资者买入基金时意味着开立了一个新的心理账户，投资者会不自觉的忽略基金的价值而总将基金价格与买入价相比。另外，Shefrin 也提到投资者会有一定的后悔厌恶与自我控制心理。投资者卖出损失的基金意味着确认自己的错误，这将使投资者产生极大的懊悔心理，而自我辩护动机（self-justification）使其不愿意卖出损失的基金因而避免对错误的确认。③情绪诱导。投资者在买卖时不自觉的受到情绪的影响。若投资者希望基金交易带来更多的喜悦与成就，他就更愿意卖出盈利的基金，因为实际的盈利将带来极大的满足；而卖出亏损的基金将使投资者变的懊恼，悲伤。

收益影响：仍旧持有的基金收益率持续表现为负值，而已被卖出的基金回报率则在随后持续为正。导致整体投资回报下降

(2) 答：略

(3) 答：①诱发基金经理的短视主义行为。因基金购买者更容易赎回高净值基金而持有低净值基金，所以基金经理通过长期投资而保证基金高净值增长的动机更弱。必将“激励”基金管理公司以牺牲基金投资回报为代价来追求管理费收入最大化目标。②基金市场出现“劣胜优汰”现象。目前国外成熟市场的研究表明基金业绩越好、资金净流入也会越多，这符合开放式基金的设计初衷，对基金的健康发展具有“优胜劣汰”的激励作用；而国内的相关研究却得出了与国外完全相反的结论，我国开放式基金市场存在着基金业绩越好、资金净流出也越多的“赎回困惑”现象。③不利于长期机构投资群体形成。欧美成熟的资本市场依赖于机构投资群体的形成，因机构投资者的专业化优势与作为套利者的身份会有助于市场定价效率。而基金市场的“赎回困惑”助长了基金经理的短视行为，反而不利于机构投资者优势的发挥。

参考文献：

邓晓翠.开放式基金“赎回困惑”的行为金融学解释[J].当代经济,2012(12):142-143.
刘志远,姚颐.开放式基金的“赎回困惑”现象研究[J].证券市场导报,2005(02):37-41.



骆玉林. 我国开放式基金申购与赎回影响因素的实证研究[D].暨南大学,2012.

陆蓉, 陈百助, 徐龙炳, 等. 基金业绩与投资者的选择——中国开放式基金赎回异常现象的研究[J]. 经济研究, 2007, 42(6): 39-50.