

心理账户、投资者行为与公司自愿披露

吴正杰

(安徽财经大学会计学院 安徽蚌埠 233030)

【摘要】 本文从投资者的心理账户出发,研究了投资者行为对公司自愿披露的可靠性、相关性和技术性的影响,并尝试建立了基于投资者行为的公司自愿披露框架。

【关键词】 投资者行为 自愿披露 心理账户

一、心理账户:投资者行为的内因

Jason Zweig 认为,人的理性其实永远在与本性作斗争,人的胜利就是知识和理性战胜欲望和天性的过程。心理账户揭示了人们在进行财富(资金)决策时的心理认知过程,小到个体、家庭,大到企业集团,都有或明确或潜在的心理账户系统。心理账户是一种认知幻觉,这种认知幻觉影响金融市场的投资者,使投资者们失去对价格的理性关注,从而产生非理性投资行为(Tversky, 1996)。心理账户在如下两个方面影响投资者行为:

1. 心理账户影响投资者确定投资组合。Markowitz(1952)以预期理论为基础,提出“均值-一方差组合模型”,以组合的期望均值和方差作为投资组合选择的依据。该理论假设投资者具有恒定不变的风险厌恶程度,投资者之间的差别只是对风险厌恶的程度不同,投资者将资产组合看成一个整体,并且考虑组合中各不同证券之间的协方差。2000年,Shefrin 和 Statman 提出了行为资产组合理论(BPT)。该理论指出投资者的资产结构应该是金字塔式的分层结构(如图1),每一层对应投资者的一个目标。层级是根据与安全性、潜力性和期望值相关的投资需求设计的,底层是投资者为规避风险而设立的有稳定收益、风险小的证券,高层是为使其富有而设立的高风险、高收益证券。

2. 心理账户影响投资者调整投资组合。Markowitz的“均值-一方差组合模型”给出了依赖于标准差和跟踪误差等组合统计量调整风险的方法,该方法以相同的权重处理正负离差,实证研究表明这与投资者对待风险的真实感受是不一致的。Kahneman 与 Tversky(1979)的研究表明,损失和盈利对风险确定的贡献度有所不同,当投资者面临等量的收益和损失时,受到损失会更令人难以承受。他们提出投资者赋予避害因素的权重应是趋利因素的两倍。事实上,心理账户遵循“得与失的架构”:①人们更关注的是围绕参照点引起的“得与失”改变而不是绝对水平。②“得与失”都表现出敏感性递减的规律。③同等数量的损失比获益对人的影响更大,表现在价值函数(见图2)曲线上,损失曲线的斜率比获益曲线的斜率更大,即 $V(X) < -V(-X)$ 。因此,面临损失时,人们是偏好风险的,面临

获益时,人们是规避风险的,Thaler(1980)将这种情况称为“禀赋效应”。可见,人们在心理运算的过程中并不是追求理性认知上的效用最大化,而是追求情感上的满意最大化。巴比雷斯和黄明(2001)提出了一个刻画投资者心理的投资模型,并研究了在两种心理账户下公司股票均衡回报:一种是投资者只规避所持有的个股价格波动损失;另一种是投资者规避所持有的证券组合价格波动损失。

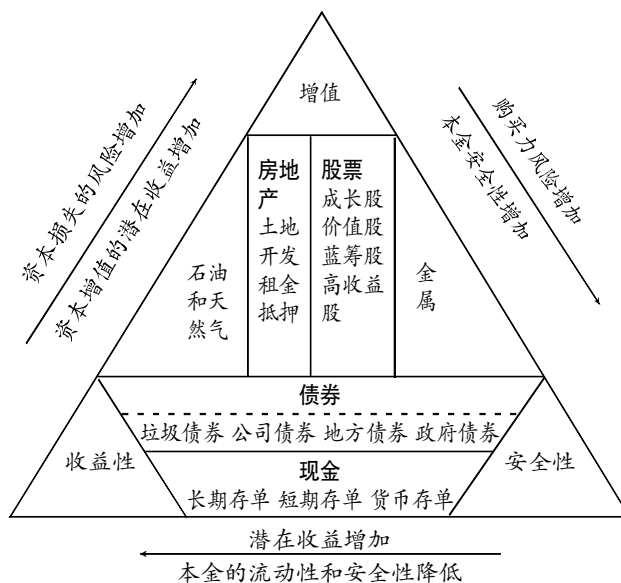


图1 金字塔结构的行为资产投资组合

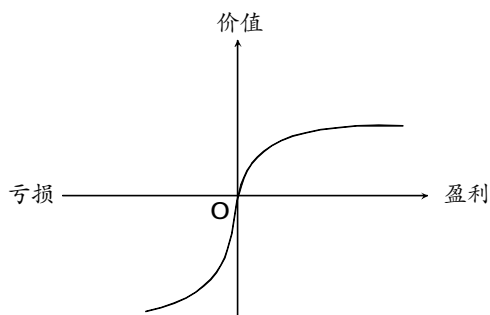


图2 价值函数

二、公司自愿披露特性:基于投资者行为视角

1. 自愿披露的可靠性。我们将可靠信息定义为精确的、不偏不倚的信息。信息披露的可靠性影响投资者行为,表现为市场会对披露的信息作出反应。反过来,投资者行为同样影响信息披露的可靠性。投资者行为遵循心理账户“得与失的架构”,公司信息披露将影响投资者的得与失,这种影响是公司进行自愿披露时不得不考虑的事情。有学者指出,公司的管理者并不总是如实地汇报其所拥有的全部信息,而是倾向于对信息进行不同部分的披露,这是因为管理层希望能将好消息传递给资本市场而掩盖坏消息。

2. 自愿披露的相关性。我们将相关信息定义为与公司未来经济前景相关的信息。投资者进行投资决策要求公司信息披露必须具有相关性,然而投资者过于依赖披露信息的行为被上市公司利用。自愿披露不及时,相当一部分上市公司主动披露其发生重大事项的意识不强,对重大事件延期披露的现象时有发生;与预期相比,经理们总是倾向于早些公布好消息,迟些披露坏消息(Givoly、Palmon, 1992);管理层通过信息披露时间的选择来影响投资者的判断,迟滞披露可能会改变市场反应的性质,提早披露信息可以避免投资者被其他信息误导(Bowen等, 1992);自愿披露重形式、轻实质,缺乏充分性,不少上市公司以保护商业秘密为由,故意隐瞒或遗漏一些重大事项,或在披露时避重就轻;当然,也有公司主动向市场披露个性化的、能够反映企业核心能力变动趋势的、可持续发展的核心能力报告。

3. 自愿披露的技术性。资本市场是资金供需双方沟通的平台。公司披露信息是同投资者沟通的重要手段。公司基于自身在资本市场生存的本能需要,一定会关注自愿披露将会给投资者行为带来的影响。在不确定的世界里,信息成了一种生产性的投资,投资者更加需要获得目标公司披露的信息。投资者对信息的依赖遭到了目标公司的利用。公司更加注重自愿披露的方式和方法,即信息披露技术,它主要包括自愿披露的核心和层次、披露信息的组合规则。

(1)自愿披露的核心和层次。企业内的专用性投资是取得和维持利润的源泉(Alchian, 1996),因此自愿披露的核心应该是反映公司核心能力的信息,根据核心能力确认的结果,公司应披露的非有形资产主要包括市场资产、人力资产、知识产权资产和基础结构资产等四项要素指标。从“适度性”角度考虑,自愿披露至少应该分别设置一般报告和简化报告两个层次。

(2)自愿披露信息的组合规则。心理账户的运算规则如下:规则一:两笔盈利应分开。即个体更偏好分开体验。规则二:两笔损失应整合。即个体更偏好整合价值。规则三:大得失应整合。即人们更偏好整合。规则四:小得失应具体分析。这分两种情况:①小得失且差距悬殊,应分开体验。分开体验的心理感受要好,这种现象称为“银衬里”规则。②小得失且差距不大,应整合。在资本市场上,任何关于目标公司的坏消息对投资者都意味着是一种损失,与之对应,好消息对投资者来说就是一种获得或者盈利。根据对心理账户运算原则的分析,我们很容易得到这样的结论:好消息应该向市场和投资

者分散披露;坏消息则应该集中披露给投资者;当有小小的坏消息和大大的好消息时,应该将两者集中披露;当有小小的好消息和大大的坏消息时,应该分开披露;当好消息的积极影响和坏消息的消极影响相差不大时,应该对两者进行集中披露。唐跃军、谢仍明(2006)通过对2004年深沪两市所有的1155家上市公司进行实证研究发现,上市公司管理层在预约信息披露的过程中可能存在业绩组合(好消息与坏消息的组合)动机与信息操纵行为。

三、公司自愿披露框架:基于投资者行为的管制

在市场经济中,确定信息生产的标准是一件复杂而重要的事情。心理账户不但影响投资者选择投资组合的行为,而且影响投资者调整投资的行为。心理过程决定人们的行为,由于投资者和公司的心理博弈,投资者行为在深层次上影响公司信息披露的可靠性、相关性和技术性。基于投资者行为的公司自愿披露框架,其实是投资者和公司的心理博弈过程的描述,自愿披露的动力来自于公司缔结的合同和市场力量。但是如果仅仅依靠市场力量,自愿披露信息是无法实现决策有用性的目标的。另外,从社会视角要防止信息过载,确定信息的“适当数量”,信息的社会最优数量是使社会的边际成本和边际收益相等的数量。

本文主要借鉴2001年FASB给出的一套公司信息自愿披露的框架,并引入投资者心理账户变量,站在监管者的立场,尝试给出基于投资者行为的公司信息自愿披露框架。这一框架用于规范上市公司确认哪些信息将影响投资者的心理账户,进而对投资者行为产生深层次影响。它由4个步骤组成:第1步:确认公司的关键成功因素和管理层的战略管理,分析投资者心理账户的偏好。每个公司总有一些对公司成功起特别重大作用的业务(如研发对制药行业而言是特别重要的关键成功因素),这些业务的信息,对投资者来说是最关键的信息,公司要恰当评估投资者心理账户偏重哪一个投资组合。第2步:确认运营数据与业绩考量标准及对投资者心理账户管理的影响。这些标准可使投资者了解目标公司计划的完成程度,他们的心理账户会对如何进一步调整投资作出反应。第3步:评判自愿披露的信息对竞争态势的影响及对投资者心理账户管理的影响。管理层还必须考虑信息的自愿披露是否会影响到公司的竞争态势,公司所处竞争环境和竞争态势会影响投资者对公司生存和成长性的判断,会对投资者心理账户产生影响。第4步:根据心理账户进行信息自愿披露的时点选择。根据心理账户原理,披露时点也会对投资者心理账户产生不同反应。

主要参考文献

1. Shefrin H, Meir S. Behavior Portfolio Theory. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2000; 35
2. 唐跃军, 谢仍明. 好消息、坏消息与季报预约披露的时间选择——管理层的组合动机与信息操作. *财经问题研究*, 2006; 1
3. 黄平, 简建辉. 谈加强会计信息披露监管. *财会月刊*, 2009; 30