基于心理账户视角的企业投资行为研究进展

程 博

（浙江农林大学天目学院 浙江临安 311300）

【摘要】企业的投资行为是由人做出来的，人的认知偏差会造成人不可能完全理性、客观地作出决策，因此人的行为、心理感受、能力等主观因素，在投资决策中起着不可忽视的作用。本文通过对现有文献的梳理，分析了认知和情感过程中的框架效应投资决策行为以及框架效应中情感状态的调节作用，并对未来研究方向进行了展望。

【关键词】心理账户 认知过程 情感状态 框架效应 投资行为

投资决策作为公司理财决策中最重要的组成部分，是实现企业财务目标的基本前提，因此企业投资行为在很大程度上决定公司的生存和可持续发展。“心理账户”理论是1985年由心理学教授理查德·萨勒（Richard Thaler）正式提出。心理账户理论认为：无论是个体、家庭还是集团、公司，都存在着一个或多个明确或者潜在的账户体系，这些账户体系往往会遵循一些有悖于经济学运算规律的潜在心理运算规则，这些规则无论是在记账方式上还是在行为决策上都与理性的经济学和数学运算方式存在着显著差异，从而在个体做经济决策时常常以非预期的形式影响着个体，使个体的决策违背最简单的经济法则（Thaler，1985）。

越来越多的研究表明，人的情感状态会影响风险感知和风险选择，是个人层面分析中的一个重要因素（Rottenstreich和Hsee，2001；Shiv等，2005；Slovic等，2002）。以往的研究已经显示出情感对风险选择影响类型的复杂性和不稳定性（Au等，2003），使其难于解释这种情感偏差是怎样发生的。正因为心理账户的作用，使得决策者常常偏离基本的“经济人”理性原则作出非理性投资行为，从而导致企业投资失败产生较大的行为成本。所以，研究心理账户视角下企业投资行为，对于深入理解企业复杂的投资行为具有重要的参考意义，同时也可指导企业投资行为，减少非效率性投资，提高企业投资的经济效益和社会效益。

如果是以后者的形式转移资产，将影响到对资产转移性质的定性。

在“真实出售”与担保融资的界定方面，需要法院对资产转移这项交易的性质进行定性，这种定性在世界上有三种做法，第一种是以美国为代表的认为实质比形式重要，认为交易必须要符合成文法或判例的要求才能被界定为“真实出售”；第二种是以英国为代表的认为形式重要性超过实质，在这些国家认为只要采用的是销售的方式就可被认定为“真实出售”；第三种是个别特殊规定，这些国家也采取形式重于实质的原则，但因为缺乏健全的公开登记体系，这类形式为买卖，实质为担保的交易没有办法完成，不被法院所认可，例如保留所有权交易在拉丁美洲国家的地位问题。

在“真实出售”时，发起人在破产清算时，其债权人对这部分的财产没有追索权，这部分的资产所产生的现金流应先支付给证券的投资者，这也是进行资产证券化的目的所在。而抵押融资的实质在于SPV在市场上通过发行债券募集到资本后，将这些资本金是出售给发起人，发起人的资本只不过是作为一种相应的抵押品，实际上这时发起人与SPV之间是一种有担保的债权债务关系。因此当发起人破产时，并不能做到破产隔离，债权人有权对这部分作为抵押的资产进行追索。二者相比，抵押担保的法律关系较简单，结构也不复杂，却不受投资者的欢迎，在此种法律制度设计下，更侧重于对发起人的保护，而忽视了对于众多处于弱势地位的中小投资者的利益。我国在界定资产销售是“真实出售”还是“抵押融资”时应借鉴美国的做法，即在实质要求上做出更为详尽的规定，以弥补这一制度缺撼。

主要参考文献

1. 刘遵义，钱颖一.关于中国的银行和企业财务改革的建议.经济社会体制比较，1994；5

2. 张春霖.论国有企业的债务问题.改革，1996；1

3. 石磊. 我国国有独资公司治理结构存在的问题及解决的思路，经济体制改革，2000；2

4. 何小锋等.资产证券化：中国的模式.北京：北京大学出版社，2002

5. 于凤坤.资产证券化：理论与实务.北京：北京大学出版社，2002

6. 恽铭庆.金融不良资产处置.北京：中国财经经济出版社，2001

7. 许前川.资产证券化中SPV法律问题之探析.西南民族大学学报（人文社会科学版），2003；12

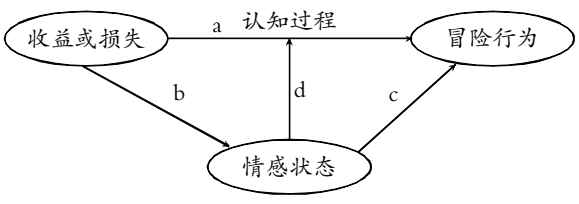
8. 彭冰.资产证券化的法律解释.北京：北京大学出版社，2001

一、认知和情感过程中的框架效应

心理账户是一种认知幻觉，这种认知幻觉影响市场的投资者，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。多项研究表明，心理账户对个体的经济行为决策具有重要的影响（Tversky 和 Kahneman，1981）。人们根据财富的来源不同进行编码和归类，在这一编码和分类过程中“重要性——非重要性”是人们考虑的一个维度（Kivetz，1999）。当企业投资行为是根据潜在收益制定时，决策者通常有规避风险的倾向，反之，当企业投资行为是根据潜在损失作出时决策者会提高风险性，这就是常被提到的偏离于理性决策的“框架效应”（Kahneman 和 Tversky，1979；Tversky 和 Kahneman，1991）。人的情感状态会影响风险感知和风险选择，Lisa（2010）研究发现，企业决策行为偏离框架效应可以归因于情感状态，从而掀起了国外学者对心理账户在决策行为中应用研究的高潮。有学者研究发现，积极的情感状态会促进追求风险（如：Isen 和 Patrick，1983；Au 等，2003）；也有学者却得出了不同的结论，积极影响却会促进风险厌恶（如：Isen 和 Geva，1987；Arkes 等，1988）。Isen 及其团队进一步研究发现，引起不稳定的一个因素或许是这个决策的情景语境，而这个情景语境反过来影响决策的制定（Isen 等，1988；Nygren 等，1996）。

Jensen 和 Mecking（1976）研究指出股东与经理人之间利益冲突所引起的代理问题反映在企业投资领域上就是非理性投资。Asch、Deutsch、Gerard 等心理学家通过“判断长短线实验”和“彩色信号灯答题实验”揭示出人们在决策时具有强烈的受群体成员行为和信息传导的影响而作出错误决策。因此人的行为、心理感受等主观因素，在投资中起着不可忽视的作用。Barberis、Shleifer 和 Vishny（1996）提出投资者在投资决策时存在对投资行为产生副作用的选择性偏差和保守性偏差（投资者对新生事物或新的信息反应不足，安于现状缺乏接受新的挑战的勇气，哪怕新事物会带来巨大的收益）。Morck 等（1998）学者认为投资者存在过度自信（过于相信自己能力和高估成功机会）的投资性行为偏差。当人们获得收益或者超出参考点时倾向于规避风险，而在面临损失或者绩效低于参考点时会追求风险。风险来自于对决策结果的效用（价值）判断和决策结果的主观概率判断的认知判断过程。

总的来说，决策结果假设是指人们在衡量风险和选择相关的报酬后做出的行为判断（Loewenstein 等，2001），学者将运用这一假设解释框架效应（Seo 等，2010）（如下图所示）。



认知和情感过程的基本框架效应

据上图可知，个体决策者相对于参考点的财富位置（换言之，视为收益或损失）受认知过程约束（如效用函数和概率权重等），认知过程反过来又决定了冒险行为（箭头 a）。这里暗含的假设是关系图中未列出的所有因素都是恒定的或者对冒险行为没有影响。如果再有一个调节（箭头 b 和 c 或者箭头 d）决策框架和冒险行为关系的第三变量——情感状态，框架效应可能会得到抑制或者放大。

二、框架效应中情感状态的调节作用

风险感知和与之相关的选择会受到决策当前情感状态的影响（Isen，2000；Loewenstein 等，2001；Raghunathan 和 Pham，1999；Rottenstreich 和 Hsee，2001；Slovic 等，2002；Shiv 等，2005）。情感状态可能是通过两种调节机制影响冒险行为（Seo 等，2010）。愉悦和非愉悦的感受是然作为人的核心情感的基本面，包括人与其当前环境互动的状态、好的还是不好的、积极的或者消极的、喜欢的还是厌恶的。环境中的任何变化会引起愉悦或者非愉悦的感受，让人感到愉悦的积极的变化和让人感到不愉悦的消极的变化（Frijda，1986；Ortony 等，1988；Lazarus，1991）。

由于个人财富是个人环境的基本组成部分，个人财富地位的变化（收益或者损失）会产生一系列愉悦或者非愉悦的感受（上图中的箭头 b），收益与愉悦的感受正相关，与非愉悦的感受负相关，而损失则会增加非愉悦的感受，减少愉悦的感受。这些愉快和不愉快的感受一旦产生就会通过不同的路径对投资决策者的行为决策产生影响（Loewenstein 等，2001；Seo 等，2004）。情感状态可能会跨过对风险的识别评价而直接影响风险选择（上图中的箭头 c），从而调节决策框架对冒险行为（如过度自信）的作用。如果发生跨越，由于情感状态享乐性内在的趋势或规避性（Gray，1999；Raghunathan 和 Pham，1999；Shah 等，2002），处于愉悦情感状态的决策者会更倾向于风险选择或者追逐更大的风险，而处于非愉悦情感状态的决策者会规避风险选择或者选择更小的风险（Bargh 和 Chartrand，1999；Cacioppo 等，1999；Frijda，1986；Peters 和 Slovic，2000）。

另一个调节机制表现为情感状态会影响与风险决策相关的认知过程（上图中箭头 d），具体包括记忆（Meyer 等，1990；Erber，1991；Le Doux，1993）和判断（Johnson 和 Tversky，1983；Meyer 等，1992）。Isen 等学者提出，决策时所处的情感状态会以两种方式影响与风险选择相关的认知过程（如：Isen 和 Patrick，1983；Isen 和 Geva，1987；Isen 等，1988；Finucane 等，2000；Loewenstein 等，2001；Rottenstreich 和 Hsee，2001；Slovic 等，2002）。

第一种被称作为情绪一致性判断的一般效应（Meyer 等，1992）：处于愉悦情感状态的决策个体往往会认为积极的事件或者结果会更可能发生（Rottenstreich 和 Hsee，2001；Wegener 和 Petty，1996），而那些在非愉悦情感状态的决策个体会给认为消极的事件或者结果具有更大的可能性（Johnson 和 Tversky，1983）。之所以会发生这些效应是因为愉悦和非愉悦的感受会在大脑中编码和搜寻积极的或者消极的记忆，这些记忆会间接影响一个人做出是积极的事件还是消极事件的判断概率（Erber，1991；Le Doux，1993；Meyer 等，1990）。另外，愉悦和非愉悦的感受会传达关于情况是否安全的评估信息，而

这会直接影响是积极事件还是消极事件的判断概率(Schwarz,1990;Schwarz 和 Clore,1988)。

第二种被称为愉悦和非愉悦的感受会影响与可能产生的结果相关的效用判断(Damasio,1994;Finucane 等,2000;Isen 等,1988;Seo 等,2004)。Wegener 和 Petty(1996)发现,愉悦和非愉悦感受的两个一般效应是来源于寻求愉悦和避免非愉悦这两个不同的动机。Forgas(1995)和 Isen(2000)把通过避免发生会影响愉悦感受的情况来维持当前愉悦感受的趋势称为情绪维护效应。情绪修复效应则是通过积极寻求可能会带来更多愉悦感受的情况,将当前非愉悦的感受改变为更积极的感受,形成一种趋势(Morris 和 Reilly,1987;Forgas,1991),暗含了增加收益和更大的冒险行为的效用(Forgas,1991;Raghunathan 和 Pham,1999)。

总的来说,这些效应表明情感状态会调节框架效应和冒险行为间的关系。然而,主观概率判断的情绪一致性效应会与情绪维护和情绪修复效应在效用判断上产生相反的结果。例如,愉悦的感受会对可能发生的收益的主观判断概率产生积极的影响,因而通过情绪一致性效应促进冒险行为。但是,愉悦的感受会同时通过情绪维护效应增加损失的消极效用来促进风险厌恶。因此,对于给定情形,情绪一致性效应和情绪维护或者修复效应谁占主导,就会产生相应的冒险行为(Au 等,2003;Isen,2000)。Isen 及其团队进行了一系列实验研究,他们发现当个体经历了相对于中性来说是积极的感受时,以及当可能的损失发生并且是突出时,风险厌恶会占主导。反之,当可能的损失不突出时,冒险行为占主导。这些结论表明决策框架决定了何时期望情绪一致性或者情绪维护/修复效应占主导,通过对决策者来说,使未来收益看起来更加突出或者损失更加不突出的方式。

此外,当决策个体当前损失和收益的决策框架与当前的感受匹配时,情绪一致性效应更可能会是主导,这种情况在获得收益后产生愉悦的感受或者获得损失后产生非愉悦的感受时会发生。获得收益的个体也会更容易感知未来的收益,因为概率通过记忆更容易得到。而且,他们会同时将未来的损失看做是不可能的,这些被视作不相关的未来事件。当这些决策个体得到愉快的感受时,情绪一致性效应会加强未来收益的突出性,但是因为未来的损失微乎其微,因此情绪维护效应会尽量减小。相反,当前的决策框架与当前的感受不匹配时,情绪维护/修复效应会占主导。收益和不愉快的感受会促使个体感受到情感一致性效应和加强情绪修复效应,前者是由于从最近得到的收益来看未来的损失是不太可能的,后者是因为未来的收益更突出,更具有吸引力。

三、研究总结与展望

已有的研究表明,在模糊的现实情境中,情感经历和决策框架是影响风险决策的重要因素,认知和情感过程的框架效应可以解释原有企业投资研究中大量难以明白的现象。框架效应是包括心理账户、前景理论、锚定效应、偏好理论和过度自信等在内的许多理论的核心原则,而在收益和损失范围内,愉悦的感受会完全消除掉框架效应。在收益范围内,非愉悦的感受会削弱框架效应。然而,情感经历对冒险行为的影响不是直接的,决策者的感受会通过与情景因素,特别是收益或者损失决策框架的交互作用影响风险性选择。令人惊奇的是,当发生这种交互作用时,情感感受一般会否定与框架效用相关的认知偏差(Seo 等,2010)。投资决策是公司最重要的财务决策之一,是公司成长的主要动因和未来现金流量增长的重要基础。传统理论中,企业的投资行为应遵循企业价值最大化的原则。但是由于企业投资行为往往会受到情感认知以及内外部环境的影响,公司的投资决策往往会偏离企业价值最大化,产生非效率性投资问题。而心理账户,对于企业而言是至关重要的内部影响因素,心理账户的存在影响着企业决策者以不同的态度对待不同的支出和收益,从而做出不同的投资决策行为。

笔者认为在未来的企业投资行为决策研究中,以下方面有待进一步深入和拓展:

其一,决策者的情感状态是如何改变他们的主观效用和概率函数的呢?准确地考察决策者的主观效用以及情感状态的作用,不仅会揭示决策者的决策框架和情感状态是如何相互作用来影响冒险行为的,而且也会通过控制主观概率的非加性权重使得对这些作用的考察更加精确。

其二,现有的研究多是在模拟情景中进行的,相对投资市场来说,企业投资行为除了认知和情感等影响因素外,可能还受制于其他因素,因而在后续研究中,应进一步衡量风险来提高内部效用,从而使研究的结论更具有普适性。

其三,在企业的投资决策过程中,还存在哪些非理性行为?它是怎样影响企业投资的?应进一步拓展研究方法,综合全面的分析非理性行为对企业投资的影响机理,设计更适用的理论模型,并采用大样本进行验证,提高研究结论的准确性。

【注】本文受教育部人文社会科学研究青年基金项目"企业家能力和行为偏差对企业投资决策影响机理研究"(编号:11YJC630031)、浙江省自然科学基金"基于企业家能力视角的企业投资行为研究:以浙江中小企业为例"(编号:Y6110042)、浙江农林大学青年教师创新团队项目"浙江中小企业企业家能力和行为偏差对企业投资决策影响机理研究"(编号:2010RC05)资助。

主要参考文献

1. Thaler R.. Mental Accounting and Consumer Choice. Marketing Science,1985;4

2. RottenstreichY.,Hsee C. K.. Money,kisses,and electric shocks:On the affective psychology of risk].Psychological Science,2001;12

3. Shiv B.,Loewenstein G.,Bechara A.,Damasio H.,Damasio A. R.. Investment behavior and the negative side of emotion. Psychological Science,2005;16

4. Slovic P.,Finucane M.,Peters E.,MacGregor D. G. The affect heuristic. In G. D. Griffin & D. Kahneman (Eds.) Intuitive judgment:Heuristics and biases.New York:Cambridge University Press,2002