

管理者特征、投资者情绪与公司投资行为研究

Hoang Thi Thuy Nguyen Ngoc Linh

(华南理工大学 工商管理学院, 广东 广州 510641)

摘 要:传统理论认为管理者是完全理性,公司投资受到投资者情绪的影响是通过迎合渠道理论和股权融资渠道理论,但是现在金融学理论认为管理者不是完全理性,做出投资决策时,因自身特征和自身心理产生非理性投资的行为,会影响公司投资决策和公司投资效率。论述了投资者情绪和公司投资水平、投资者情绪和公司投资非效率之间的关系,从而深入探讨管理者特征对投资者情绪和公司投资行为的相关研究,对未来的研究具有一定参考意义。

关键词:投资者情绪;管理者特征;公司投资水平;过度投资;投资不足

分类号:F832.51;F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1673-1395(2018)01-0088-05

在资本市场上,公司发展过程中成功或失败的主要原因是由公司投资决策决定的。公司投资决策的主要内容是公司投资行为,会受到市场变动如股票价格的影响^[1],也就是说受到投资者情绪的影响^[2],所以关于投资者情绪,公司投资行为相关的问题已经受到很多学者注意,从而逐渐成为研究的热点问题。Chang(2007)研究中认为股票价格波动表示投资者情绪,也证明了投资者情绪影响公司的投资是通过“股权融资渠道”^[3],但是也有学者从不同的角度来研究,认为投资者情绪影响公司投资是通过“理性迎合渠道”^[4],或因为管理者非理性,如过度自信、乐观主义^[5]。最近各位学者继续扩展研究的方向,认为管理者也是非完全理性的,在做出投资决策时也受到自身认知和自身特征,即情绪的影响从而影响公司的投资决策,如 Glaser(2008),Zhaohuizhou(2017)等人,研究发现公司价值、公司业绩、公司投资决策受到管理者特征的影响^{[6],[7]},所以在已有研究基础上,研究现有对管理者特征、投资者情绪与公司投资行为有关的成果,从而帮助学者更好地区分常用的投资者情绪测量指标,通过实证研究,能够对有关公司投资行为的研究发挥重要作用。主要从投资者情绪的概念、测量情绪的方法、情绪对公司的影响以及管理者特征、投资者情绪与公司行为之间关

系诸方面进行研究。

一、投资者情绪的概念研讨

心理学家已经提出情绪的概念,是在意识与认知过程中产生的对外界事物的态度。Brown等的观点,认为投资者对股票有悲观或者乐观的态度^[8]。Baker等认为投资者情绪是一种信念,对投资的倾向和投资风险有决定性^[9]。另外观点是一种偏差:表示资本市场中投资者预期的偏差,通过它可能获取预期的超额收益。Lee等研究结果也证明情绪变化和超额收益是正相关,当有乐观或悲观(低落)情绪的变化时,导致交易量向上或者向下的变动,同时导致预期未来较高或者较低的超额收益^[10]。王美今等学者的研究中表示投资者情绪是一种主观判断、感情的判断,因为投资者行为受到本身心理与认知偏差影响,所以对预期收益估计错误^[11]。目前学术界尚未产生共同一致的定义,现有研究的学者主要从心理学和预期投资的行为来解释投资者情绪的概念,有待进一步探讨。

二、测量投资者情绪的方法

关于构建投资者情绪的指数,各位学者使用不同的度量方法,归纳现有研究的结果可以分为三大

收稿日期:2017-11-16

基金项目:教育部人文社会科学研究规划项目(11YJA630053)

第一作者简介:Hoang Thi Thuy(1986—),女,越南河内人,博士研究生,主要从事公司治理和公司财务研究。

类:直接指标、间接指标、复合指标。直接指标是通过发放调查问卷,然后整理收集到信息从而获得数据,用数学的方法处理,构建投资者情绪的指数,比如好谈指数代表投资者情绪来研究,结果显出投资者情绪和市场上股票价格存在相关的关系^[12]。直接指标作为投资者情绪的变量有优点:比较直观、简明、及时反应投资者的情绪;但存在缺点:直接指标可获得性较差,主观随意性比较大,使用直接度量指标表示投资者情绪的有效性还有待检验。

间接指标是通过资本市场中客观收集的数据,用数学换算的方法整理得到的数据,构建投资者情绪指标。采用间接指标作为投资者情绪的变量,主要包括:封闭式基金折价率、换手率、动量指标等,其中封闭式基金折价率作为最常用和讨论最多的指标,同时投资者情绪理论能较好解释中国封闭式基金折价现象^[13]。但是也有别的观点认为换手率可以体现出市场的流动性,因此市场平均换手率可以反应投资者情绪^[2]。还有一些学者通过 IPO 首日收益率代表投资者情绪,因为市场情绪高涨时会引起首日收益率趋大,可以作为测量投资者情绪的指标^[14]。花贵如用上半年期的动量指标替代投资者情绪的变量来证明投资者情绪影响公司投资^[5]。除了上面间接指标以外,还有很多学者使用不同方法构建不同的指标,比如托宾 Q 值、新增开户数等,表示投资者情绪,每个指标都可以分析投资者情绪波动情况,并在一定程度上能解释投资者情绪与公司投资行为具有相关性,但是解释力度还不够。

复合指数是两个或者两个以上指数的集合,代表投资者情绪的度量。在学术界构建复合指数作为投资者的方法被广泛运用。Baker(2006)研究中选取几个指标:IPO 数量及上市首日收益、封闭式基金折价、交易量等构建了一个复合情绪指标。Abderrazak(2016)研究采用指标:换手率、封闭式基金折价率等构建复合指标表示投资者情绪^[15]。复合指数已经弥补直接指标和间接指标的缺陷,合理地反映投资者情绪变化,增加了数据的可靠性。

综上所述,各位学者研究中基于不同的视角选取了不同方法来衡量投资者情绪,得到不同类型的投资者情绪,但至今为止,有很多种方法并没有一个方法是完美的,各有优缺点。

三、投资者情绪对公司投资行为影响

(一) 投资者情绪对公司投资水平影响的研究

投资者情绪影响公司投资水平是通过“股权融

资渠道”:在 Baker(2003)构建出股权依赖指数研究中表现在投资者情绪高涨时,高融资依赖的企业会进行更多的股权融资用于投资;在投资情绪低落时,高融资依赖的公司如果有资金不足,通过股权融资也很难取得资金,那与低融资约束的企业相比会更少进行投资^[16]。研究结论提出股票的错误定价改变企业投资的行为是通过股权融资水平的波动。随后,Bakke(2010)的研究也认为股票价格被投资者情绪的影响而波动,导致改变公司的融资结构,进而改变公司的投资决策^[17],投资者情绪与企业投资水平显著正相关^[18]。

投资者情绪影响公司投资水平是通过“理性迎合渠道”:在股市错误定价如何影响个别公司的投资决策的研究中发现管理者选择投资决策时会迎合投资者情绪。他们认为市场的投资者根据自己的投资水平错误定价了公司股票,管理者可能会试图通过迎合当前的情绪提升短期股价。当公司拥有充足的现金或借债的能力时,股票被高估,管理者可能有动机在负净现值的项目上浪费资源;当股票价格被低估时,管理者就有动机放弃正净现值的投资机会。研究得出,因为管理者迎合投资者情绪的行为,所以通过迎合渠道影响企业的投资水平,导致扭曲企业投资决策^[18]。任碧云(2017)通过假设投资者情绪是非理性的,得出结论,在中国市场上投资者情绪会影响投资水平,迎合理论和股权融资渠道理论同时适用,其中迎合渠道理论发挥作用更大^[19]。

投资者情绪影响上市公司投资的管理者非理性渠道:行为公司财务理论认为,在实际的经济生活中,管理者也并不是完全理性的,也存在非理性的,并且市场的非效率、投资者情绪以及他们之间相互作用也会对公司投资产生影响,形成投资者情绪通过管理者的过度自信、乐观(悲观)等非理性因素影响投资行为的非理性渠道。当管理者受到市场情绪的感染,而非完全理性时,对股价中不能完全地识别理性部分和非理性部分,从而造成自身的认识也出现过于乐观或悲观的偏差。在社会影响理论的基础上,Nofsinger 在研究中提出:高涨或者低落的投资者情绪会导致管理者乐观或者悲观,并对投资行为产生影响^[20]。花贵如(2011)的研究通过假设是投资者和管理者均非理性的,提出并证实了投资者情绪影响企业公司投资是通过“管理者乐观主义中介效应”渠道的路径。

(二) 投资者情绪对公司投资非效率影响的研究

关于投资者情绪和公司投资非效率的关系,从

一个方面来看,投资者情绪高涨时,管理者会迎合投资者情绪,对公司股票价格高估,容易支出投资,导致过度投资或对存在投资不足的公司会发挥“缓解”作用^[18]。另一个方面来看,投资者情绪高涨时,股票价格会上涨,降低公司发行新股票的股权融资成本或者减少股权融资约束程度,使公司在资本市场获得资金,所以管理者会支持投资项目的实施。投资者情绪高涨时,企业股票价格被高估,股权融资与债务融资的成本低,使得公司会通过发行股票或利用债款进行投资,甚至对一些净现值小于零的项目或以前并不会投资的项目进行投资,也就是说产生过度投资的行为。相反,在投资者情绪低落时,股票价格偏低,股权融资与债务融资成本高,所以公司管理者会放弃一些净现值大于零的项目,也就是说产生投资不足的行为^[21]。

华贵如等(2015)的研究表明高涨的投资者情绪,会“恶化”过度投资,但是会“校正”投资不足。研究通过管理者过度乐观或过度自信的非理性的路径也证明投资者情绪冲动导致了投资非效率^[22]。可以看出,关于投资者情绪和公司投资行为的经济落后影响,除了以上两条路径,还有通过管理者非理性渠道。不管通过哪个路径,大部分研究都表示,投资者情绪和投资非效率存在相关关系,投资者情绪对过度投资存在正相关,对投资不足是负相关。

四、管理者特征,投资者情绪与公司投资行为之间关系的研究

在现代各个企业中,身处公司管理层并且处于管理层核心地位的高级管理者都被认为是影响企业发展的关键。所以影响企业业绩、企业价值或企业投资效率的非理性因素不只是投资者情绪,而且还有自身管理者的特征,包括管理者背景特征(可观察特征)、认知(心理特征)。

(一)管理者特征、投资者情绪和公司投资水平之间的关系

管理者背景特征、投资者情绪和公司投资水平之间的关系:研究管理者的背景问题时,不得不提到“高层梯队理论”^[23]。高层管理者是决定公司策略的人,影响公司业绩,所以他们的行为将直接影响公司发展,同时研究中探讨高层管理者的特性,包括客观特征和认知,如年龄、任期、性别、专业等方面,影响他们的选择行为,同时对公司投资产生间接的影响。Hambrick(1992)研究的结果发现破产公司高管的任期比成功公司高管的任期明显要短。其原因

是在任期短的时间内,高管团队和下属员工的沟通会存在差异,但任期越长,双方的沟通可以越深入,从而会共同提升整个公司效率^[24]。高层管理者的年龄和公司研发投资之间的关系存在负相关^[25]。心理学认为,年龄较大的管理者会拥有更多工作经验、学习时间等特征与年龄低的管理者存在差异。当做出决策时,年龄大的管理理想规避风险,产生减少公司的投资行为^[25]。年龄越低,他们对自己自信更强,处理事情的方法更冒进,更重视对国内外的经营扩张,更倾向于推动公司的国际化经营^[26]。Shipilov(2006)指出,高学历的团队在社会有更多的关系,这会直接影响公司发展过程及公司效益。所以,高管团队的平均学历水平越高,对公司的整体发展来说越有利。管理者学历越高,他们拥有丰富的理论知识,但实际会存在保守观点,因为外界环境的不可预测性,导致其不敢创新投资^[27]。赵冰梅等(2013)提出公司的高管具有较强的经验、专业知识等,探讨和分析公司的风险和机会形成自身理解公司决策、策略的行动,同时他们也认为个人因素对投资决策有一定的影响,不可忽视,其中性别就是因素之一。研究显示女性高管占的比例很低,但对公司投资行为的影响,女性和男性都是一样的,都可以做出适当和正确的投资决策^[28]。女性高管和创新企业的业绩、企业投资存在正相关的关系^{[28],[29]}。王国明(2017)从高层梯队理论来探讨高管层特征、投资者情绪和公司投资行为之间的关系,研究结果表明高管任期对投资者和公司投资显著没有调节作用^{[30],[31]}。研究表明管理者特征对投资者情绪和公司投资水平存在调节作用,管理者年龄增加时,降低了公司投资的迎合投资行为,同时表示两者之间的影响较小,教育水平较高,可以降低投资者情绪对企业投资决策的影响。然而,任期没有存在调节作用^[31]。

管理者心理、投资者情绪和公司投资水平之间的关系:在生活中,人们更多期望自身发生好事情的概率比别人高,甚至常常会有乐观主义的情绪^[5]。如果管理者以乐观主义影响投资行为,那么其影响的后果如何?该方面的理论和实证研究认为管理者的乐观主义,会对投资支出更多。Heaton(2002)认为管理者乐观主义会影响公司投资,导致公司决策扭曲^[32]。投资者情绪高涨时,导致管理者乐观的情绪,并且使得管理者有更多投资成本支出。在投资者影响公司投资行为的过程中,有一部分是通过管理者乐观渠道的影响,管理者乐观主义反映中介效

应的角色^[22]。

(二)管理者特征、投资者情绪和公司投资非效率之间的关系

在投资非效率方面,对于影响投资决策的因素,研究结果发现,管理者背景特征差异对决策结果的影响不同,年龄越大、学历越高,高管管理者对信息方面处理更好,不会对净现值小于零、没有利润的项目进行投资。管理者年龄越大,投资行为的短视现象就越显著,投资效率就越低,同时投资效率与高管任期的影响是正相关。管理团队平均年龄越大,越不容易产生非效率投资行为,任期越长,投资偏差越小^[33]。高管的学历、年龄和过度投资的关系是负相关,兼职和过度投资的关系是正相关,其它特征和企业过度投资之间的关系不显著^[34]。卢馨等(2017)研究中也有类似的结论,高管团队背景特征与投资效率:年龄越大,任期越长,公司投资效率越高,同时他们认为高管团队的平均年龄影响企业投资非效率,对过度投资明显地表现抑制作用^[35]。高管团队的平均任期对投资不足方面更明显地表现在抑制的作用^[31]。

关于管理者心理、投资者情绪与公司投资效率之间关系的研究并不多,主要研究都是对管理者过度自信或乐观的,投资者情绪和公司投资非效率的相关问题。大部分学者都认为管理者过度自信心理认知偏差导致投资非效率^[36]、^[37]。在投资者情绪影响公司投资的过程中,管理者过度自信对两者之间的关系也存在一定的影响机制,发挥中介的作用^[38]。管理者的乐观主义可能使企业过度投资的现象更严重,表示“恶化效应”,但是对存在投资不足的公司会减少投资不足的行为,表示“校正效应”^[22]。

五、结论及启示

管理者、投资者与公司投资行为的研究已成为当前学术界和企业界共同关注的问题,其现有文献一般将非理性管理者的方法和非理性投资者方法分开来讨论,但是现实中两种非理性情况是共存的,将两种非理性结合起来的理论与实证研究还是初步阶段,缺乏深层次研究。笔者根据相关研究的文献,对投资者情绪测量方法和理论基础,结合管理者特征和公司投资水平、公司投资非效率进行了研究。

将管理者特征纳入分析框架,在不同管理者的特征下,研究投资者情绪对公司投资产生差异的影响。大部分研究结果都表明管理者背景特征,如管

理者的年龄、管理者的学历等方面对投资者情绪和公司投资行为之间的关系发挥调节效应,同时对投资者情绪和过度投资行为之间关系发挥缓解作用,但是对投资者情绪和公司投资不足之间的关系发挥加剧作用。在一定程度,投资者情绪会影响管理者,投资者情绪高涨时会导致管理者自信、乐观,从而更多支出成本投资,影响投资效率,加剧过度投资行为,而减少投资不足。目前的研究都是关于管理者特征、投资者情绪和公司投资水平或者公司投资效率来探讨,没有研究考虑管理者特征和投资者情绪通过影响公司投资水平从而会间接地影响公司投资后果,如公司绩效或影响公司价值等,所以在未来的研究中可以扩展研究的方向,对管理者特征、投资者情绪和公司投资经济后果、公司价值是否存在相关的关系进行探讨。

关于上市公司投资行为相关问题的研究很有必要,不仅扩展研究视野,丰富关于非理性的因素影响,而且为未来关于管理者特征、投资者情绪与公司投资行为相关的研究提供文献参考和理论支持,同时帮投资者和管理者掌握非理性因素影响的机理,在做投资决策时会减少非理性的行为,从理性角度来做投资决策,减少过度投资和投资不足的行为,提高投资效率。

参考文献:

- [1] Keynes J.M. The General Theory Of Employment, Interest And Money[M]. London: Macmillan, 1936.
- [2] Baker, M., Stein, J., Wurgler J. When Does the Market Matter? Stock Prices And The Investment of Equity-dependent Firms. [J]. Quarterly Journal of Economics, 2003.
- [3] Chang, X., Tam L. H., K Tan T. J. and Wong G. The Real Impact of Stock market Mispricing—Evidence from Australia[J]. Pacific—Basin Finance Journal, 2007(4).
- [4] Polk Sapienza The Stock market and Corporate Investment: A Test Of Catering Theory[J]. The Review of Financial Studies, 2009(22).
- [5] 花贵如, 刘志远, 许骞. 投资者情绪、管理者乐观主义与企业投资行为[J]. 金融研究, 2011(9).
- [6] Glaser M, Schafers P, Weber M. Managerial Optimism and Corporate Investment, Is the CEO alone Responsible For The Relation? [R]. Mannheim University, 2008.
- [7] Zhaohui Zhu, Xiaoyan Song & WenSheng Huang. Top Management Team Demography, Investor Sentiment, And The Investment Levels of Listed Companies. [J]. Asia—Pacific Journal of Accounting & Economics, 2017.
- [8] Brown GW, Cliff M. T. Investor Sentiment And The Near—term Stock Market[J]. Journal of Empirical Finance, 2004.
- [9] Baker, M., and J. Wurgler. Investor Sentiment in The Stock Mar-

- ket.[J].The Journal Of Economic Perspectives,2007(2).
- [10]Lee Y,Christine X.Jiang,Daniel C.Stock market Volatility,Excess Return And the Role of Investor Sentiment.[J].Journal of Banking & Finance,2002(12).
- [11]王美今,孙建军.中国股市收益、收益波动与投资者情绪[J].经济研究,2004(10).
- [12]陈陆江川.其于 DSSW 模型投资情绪与股价指数关系研究[J].预测,2010(4).
- [13]黄少安,刘达.投资者情绪理论与中国封闭式基金折价[J].南开经济研究,2005(4).
- [14]Baker Malcolm and J Wugler.Investor Sentiment and The cross — section of Stock Returns[J].The Journal Of Finance,2006(4).
- [15]Abderrazak Dhaoui.Asset valuation impact of investor sentiment: A revised Fama-French five-factor model[J].Journal of Asset Management,2016.
- [17]Bakke,Tor-Erik Toni M.J.Which firms follow the market? An Analysis Of Corporate Investment Decisions[J].Review of Financial Studies,2010(5).
- [18]刘端,陈收.中国市场管理者短视、投资者情绪与公司投资行为扭曲研究[J].中国管理科学,2006(2).
- [19]任碧云,任毅.投资者情绪、企业投资水平与投资偏好——基于股权融资渠道的对比[J].云南财经大学学报,2017(4).
- [20]Nofeinger JR Social Mood and Financial Economics [J].The Journal of Behavioral Finance,2005(3).
- [21]黄宏斌,刘志远.投资者情绪与企业信贷资源获取[J].投资研究,2013(2).
- [22]华贵如.投资者情绪对企业投资行为的影响研究[M].大连:东北财经大学出版社,2015.
- [23]Hambrick D C,Mason P A.Upper echelons: The Organization As A Reflection Of Its Top Managers[J].Academy of Management Review,1984(2).
- [24]Hambrick,D.C.,and R.A.D'aveni.Top Team Bankruptcies.[J].Management Science,1992(10).
- [25]Barker, V.L., and G.C. Mueller.CEO Characteristics and Firm R&D Spending.[J].Management Science,2002(6).
- [26]Tihanyi L, Ellstrand A E, Daily C M.Composition of the Top Management Team and Firm International Diversification [J].Journal of Management,2000(6).
- [27]Shipplov,A.W Danis TMG Social Capital Strategic choice and Firm Performance [J].European Manafenment Journal,2006(1).
- [28]赵冰梅,吴会敏.国内外私募股权投资基金研究差异对比的启示.[J].国际金融,2013(2).
- [29]Jacob Lyngse, Nicola J.Foss. The more, the merrier? Women in top-management teams and entrepreneurship in established firms.Strategic Management Journal,2016.
- [30]张莉.CEO 性别特征与企业过度投资[J].农村经济与科技,2017(7).
- [31]王国明.投资者情绪、管理层特征与投资行为相关性研究[J].财会通讯,2017(3).
- [32]Heaton JB.Managerial optimism and Corporate Finance[J].Financial Managenment,2002.
- [33]林朝南,林怡.高层管理者背景特征与企业投资效率——来自中国上市公司的经验证据[J].厦门大学学报(哲学社会科学版),2014(2).
- [34]陈洪.CEO 个人背景特征与过度投资[J].绿色财会,2012(9).
- [35]卢馨,张乐乐、李慧敏、丁艳平.高管团队背景特征与投资效率——基于高管激励的调节效应研究[J].财务与会计研究,2017(2).
- [36]王艳林.公司治理、管理者过度自信与投资效率文献综述[J].财会通讯,2016(21).
- [37]杜晓荣,付晓月.机构投资者持股、管理者过度自信与非效率投资[J].财务通讯,2017(9).
- [38]余丽霞,王璐.投资者过度自信与企业投资行为——基于中介效应检验[J].社会科学研究,2015(5).
- 责任编辑 胡号寰 E-mail:huhaohuan2@126.com