

照点的盈亏来进行决策(而并非按照绝对收益)。投资者在盈利和亏损时对待投资的风险态度存在很大不同:盈利时更多表现为风险厌恶,亏损时更多表现为风险偏好。该理论认为,投资者是按照非线性的权重函数进行投资决策,而非传统认为的贝叶斯法则。

处置效应是行为金融学在投资决策领域的一个重要发现。按照展望理论的解释,股票价格上涨时,投资者的期望效用函数处于凹函数的阶段,股票价格等价的上涨和下跌带来的价值的变化不同,其中价格下跌带来的价值损失的程度要大于价值上涨,所以为了避免价值下跌的风险,人们倾向于卖出股票。相反地,在股票价格下跌、投资者处于亏损状态的区域,由于曲线的凸性,收益上升带来的价值的增加要大于价格下跌带来的价值的减少,人们此时会产生惜售心理,倾向于继续持有亏损的股票。而 $W(x) = \lambda(x) \cdot v(x)$ [1] 将心理账户用于解释“处置效应”。简单来说就是人们希望他们的心理账户中的盈利尽早实现,却尽量推迟亏损资产的卖出。另外,投资者具有规避后悔($HM, B. -)X(-)F$)和寻求自豪感($C)Z L-B.)$)的本性,这也在一定程度上导致了处置效应的存在($2G)+B* H*. 2FHFKH*(\&7\#')$ [5])。

近年来,随着行为金融学的发展,大量文献从研究处置效应这个现象本身开始转向研究投资者的个体特征对投资者行为的影响。而在这些研究中,一般区分为两类投资者特征进行研究:一是投资者的“成熟度”,主要包括投资者的各种生理学特征,如年龄、性别等。如 $A, +CB*X)-(\&7\#')$ [1] 通过对不同人群进行研究,发现具有各类不同特征的人群具有明显不同的处置效应。二是投资者的“投资经验”,这集中了投资者在投资领域的过往行为对未来投资行为的影响。心理学研究认为,人们从事某项活动的熟练程度不同会导致表现出来的行为偏差的不同。但投资经验对行为偏差的影响方向却没有最终的结论。 $(?EK)$ 和 $<HC?)S(\&7\#\$)$ [6] 通过对交易员进行研究,证实了投资经验可以降低投资行为偏差。 $:BCF(\&7\#')$ [7] 通过实验研究,发现投资者通过对交易经验的学习使得自己的投资决策变得更为理性。但另一方面, $\wedge-B++B*$ 和 $8M)-CZS(\&77\$)$ [8] 指出,“专家”们可能依赖于自己过度依仗的一些投资理论和模型而比新手表现出更多的行为偏差。

国内有关处置效应的研究,更多地是针对中国

股票市场的投资者。比如史永东,李竹薇和陈炜($\&7\#')$ [7] 利用 $\&7\#'$ 年间在深交所开户的所有投资者的账户信息对投资者的交易行为进行实证研究,

交易时,可以准确地度量投资者进行交易的概率,避免了由于基金投资者交易较少,而使用传统模型时会产生大量信息的损失。

本文基于由国内一家大型基金公司提供的所有投资者实时交易数据,通过生存分析的结果发现,机构投资者和个人投资者在基金投资中都存在明显的处置效应,但是机构投资者表现出来的处置效应的程度要低于个人投资者。同时,就个人投资者群体而言,那些具有更高的成熟度、投资经验更为丰富的投资者会表现出较少的处置效应,投资行为更为理性。

二、数据与研究方法

(一) 数据结构

文中所用的数据是由国内一家大型基金管理公司提供的全部机构投资者和个人信息完全的个人投资者,时间区间为“\$”“\$”年/月&日到“\$”“&”年&\$月!日。为了准确衡量投资者的投资周期,本文选取的样本为样本数据开始之日当天或在此之后开户的基金投资者的交易记录^①。最终研究对象共包含%\$7”个机构投资者和&”&55\$’名个人投资者。样本信息包括投资者所在地域,各类交易(包括开户、申购、赎回、分红等)的时间、数量、渠道和状态。个人投资者样本还包含了个人投资者的性别、出生日期、职业和受教育程度等信息。有关基金的净值和收益率,以及市场表现的相关信息来自于 PB*。数据库。

本文定义一次“完整交易”为从投资者的第一次购买为始,全部卖出为止。该定义的细节如下:
! 投资者在同一天中出现的多笔买入(或卖出)加总成一笔,作为单笔的买入(或卖出)计入研究样本;
" 我们将连续购买视为“持有”处理:该定义允许一次“交易”通过多次购买来建仓,通过多次卖出直至账户余额为";
生存区间的定义采用 1M2,MB f 和 Y)BCJ)**-(“”7)的方法,以每笔“交易”的第一次买入为始,每笔“交易”的第一次卖出为止”。样本结束为止还没有赎回的“交易”也包含在样本之中。

因此,研究样本中投资者交易有两种类型,一是“买入 c 卖出”完整的交易,二是只有买入交易、持有到观察区间结束的“截断”交易。本文的观测

值为“每天每位交易者的交易状况”,即将每个投资者对每笔基金的每天持有状况作为一个观测。

表&是样本的基本信息其中,机构投资者的

而且与个人投资者相比,机构投资者的交易更加

。从交易数量来看,个人投资者在基金市场中

\$”“% 开始进入爆发性增长,在\$”“# 年

,之后也一直呈现降低的趋势。而机构投

,交

,在爆发

交易量在\$”“# 年 8 月同样经历了一个明显的

。但与个人投资者不同的是,机构投资者的

投资在\$”“# 年下挫之后没有继续低迷,而是保持一

,这也与中国金融市场中机构投资者

者的成熟度较高有关。投资者的基金净申购量的变

。个人投资者

,一个是在股市大牛

急剧减少
动趋势与交易数量的趋势图略有不同

性增长后
易爆发的时间更

个稳步上扬态势

净买入基金的时间有两

(二) 研究方法

在处置效应的研究文献中,使用最多的衡量指标是由 D.)H2857150-8.74*D(,)TßZ2-01Tf0T r 10.2857150010.2857150-8.74285711.0.448113269.643401TD(())TJ/ßZ2-C

的结论。

这种不对称性,也体现在上述各单独变量对投资者卖出盈利或者亏损基金的概率上。比如交易方式这一变量,开通网上交易或者电话交易的投资者卖出亏损基金的概率提高了 55%,而他们卖出盈利基金的概率仅降低了 7%。总的来说,个人投资者的复杂性因素对处置效应的两个方面的影响的不对称性非常明显,“成熟度”降低投资者持有亏损基金时间过长的倾向的程度要远远大于他们对投资者卖出盈利基金的偏爱的影响。

投资经验对处置效应的影响。

现有研究(如:Barber 等!)已经证实,投资者可以通过学习而变得更为理性。文献中衡量投资者投资经验的指标主要包括交易次数和开户时间(2003年Hsieh 和 >)和 60%和 80%等)。投资者进行基金投资时,每一次交易都需要收集相关信息,做出所投资产品的价格走势判断,从而做出最优的投资决策。所以,投资者会从自己所进行的每笔交易中积累经验,提高投资能力,交易次数能够很好地代表投资者的经验水平。同时

交易倾向的影响而言,随着交易次数的增多和交易经验的增加,投资者卖出盈利基金的概率降低了%&'g,仍然没有完全消除处置效应的影响。对比两条线的情况可以发现,盈利和亏损情况下的危险率曲线将投资经验对处置效应的两方面影响的不对称性显著地表现出来。投资者的投资经验消除盈利基金对个人基金投资者赎回决策的吸引程度要明显大于其消除亏损基金对他们卖出决策的影响程度,表现出了与

