

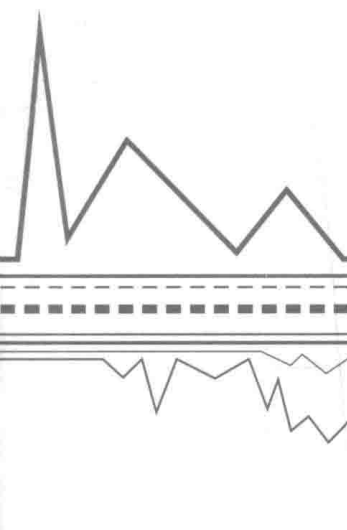
融资融券 与 投资者行为

张云亭 著

关于中国股市投资者非理性行为
的有趣探讨

基于买空卖空与“两融”数据
的行为金融新论

清华大学五道口金融学院常务副院长 廖理
诗词家、文史学者 汪茂荣
作序推荐



张云亭 著

融资融券 与 投资者行为

图书在版编目 (CIP) 数据

融资融券与投资者行为 / 张云亭著. -- 北京: 中信出版社, 2019.1

ISBN 978-7-5086-9685-0

I. ①融… II. ①张… III. ①证券投资-投资行为-研究-中国 IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 243952 号

融资融券与投资者行为

著 者: 张云亭

出版发行: 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)

承 印 者: 北京诚信伟业印刷有限公司

开 本: 787mm×1092mm 1/16 印 张: 25.5 字 数: 325 千字

版 次: 2019 年 1 月第 1 版 印 次: 2019 年 1 月第 1 次印刷

广告经营许可证: 京朝工商广字第 8087 号

书 号: ISBN 978-7-5086-9685-0

定 价: 99.00 元

版权所有·侵权必究

如有印刷、装订问题, 本公司负责调换。

服务热线: 400-600-8099

投稿邮箱: author@citicpub.com



序 一

云亭在四年前考上了清华大学五道口金融学院，成为学院为数不多的在职学术博士生之一。清华大学对于培养博士生的严格程度，是素来闻名的。对于他能否顺利完成学业，我和我的同事们是心存疑虑的。虽然云亭有非常丰富的金融从业经验，对资本市场也有独到的见解，但是学院对于在职博士生的要求，跟全日制博士生是完全一样的，没有什么可以“通融”或者网开一面的说法。就拿极其严苛的博士生资格考试和不确定性极大的博士学位论文匿名评审来说，都被全日制博士生视为畏途，对于日常工作非常繁忙的云亭来说，更是一个艰巨的挑战。

如今，我们欣喜地看到，云亭最终以顽强的意志力证明了自己。入学这几年，他努力地翻过了一座又一座的课业大山，顺利地通过了两次博士生资格考试，从而圆满地结束了一应博士学业课程。更值得一提的是，他将理论学习与金融实践相结合，以中国证券市场“两融”场景下的投资者行为为研究对象，前后花费了两年多时间，完成了他的博士学位论文，也就是现在呈现在大家面前的《融资融券与投资者行为》这部行为金融学专著。

中国证券市场建立 30 多年来，由于历史或环境诸多因素的影响，形成了一个以个人投资者为主的市场。个人投资者在资产配置上过于集中，在交易上过于频繁，很多人偏好买入低价股、小盘股、重组概念股，决策、持股和交易的非理性行为特征非常突出。中国证券市场自成立以来，出现了很多次暴涨暴跌，也引发了无数的争

议。在这些问题中，缺乏卖空的交易制度广为诟病，被认为是引发市场低效率的关键因素之一。“两融”制度在2010年刚刚推出时，曾一度被市场寄予厚望，希望能凭借它完善价格发现、稳定市场、增强流动性和风险管理等功能，能够在降低股价波动率、增强市场流动性的同时，为投资者提供规避市场风险的工具。目前，该制度已经推出了8年多时间，实践效果到底如何，确实值得我们去总结和思考。

在这部专著中，云亭以某证券公司个人投资者在2014—2016年的真实交易数据为基础，通过对融资融券投资者和非融资融券投资者的资产组合、交易行为进行对比分析，重点考察了融资融券投资者的交易行为和投资绩效，间接检验了融资融券制度的实践效果。这本书的结论不仅对融资融券投资者有重要的参考价值，对于其他投资者、中介机构和监管部门也颇有启发。通过对投资者行为的刻画和研究，云亭对中国证券市场的“两融”实践，从不同层面进行了理性总结和深刻反思，提出了不少让人眼前一亮的创新观点，算得上是一项重要的学术成果。

这本书建基于实证研究，数据、图表较多，但全书逻辑清晰、文笔流畅且不乏趣味，可读性较强，建议一读！

是为序。

廖理

2018年9月于清华园五道口

廖理，安徽阜阳人。清华大学五道口金融学院常务副院长、教授，清华大学金融科技研究院院长，教育部长江学者特聘教授，本书作者在清华大学五道口金融学院的博士研究生指导教师。



序 二

戊戌夏，余拜读云亭兄博士论文《融资融券与投资者行为》竟，欢喜叹赏。云亭兄曰：“子为我序之。”则所诣不同，虽钦其宝终莫名其器，亦何敢赞一言。无已，就文论文，视之为门外文谈可乎？

昔乡贤姚惜抱先生论文重义理、考据、辞章，谓三者必备方为成体之文。湘乡曾氏继以“经济”足之，盖于姚氏之说若有嫌焉。原其隐衷，非以姚氏文士自限，而昧于时势，拨置修齐治平之宗旨耶？宋刘文肃公不云乎，一为文人，便不足观矣。是曾氏作此想者，其意固佳，而实不足以知姚氏，尤不足以知桐城士人。夫桐城士人何尝昧于时势，而无“经济”之志若才耶？盱衡既往，“与时俱进”一语即出自姚氏（见姚集《谢蕴山诗集序》）。明清二代，桐城士人因应时势，以“经济”自任者，锐挺飙兴，不可阻遏。即以桐城派创派以降论，当康乾之世，雄猜之主鹰扬于上，九垓八埏，文网密布，而戴名世秉《春秋》大义，申夷夏大防；方苞为民请命，表彰名节；刘大櫆上讽天之无道，下斥墨吏黷货无厌；姚鼐痛斥汉学碎义逃难，苟得利禄，以为愚民者助。此岂以文士自限者耶？道咸之间，海疆不靖，方东树力言禁烟；姚莹抗击英夷，而于列邦情实，考校索隐，尤深致意焉。此岂昧于时势者所能为耶？同光之际，国势危如累卵，吴汝纶、李光炯、方守敦诸公属意教育救国，踔海取经，开华夏新式教育风气之先。此非笃志修齐治平者莫办。新文化运动起，朱光潜、方东美、方孝岳诸贤通东西之邮，幡然弃文言而用语体，顿为新文化辟一异境。此尤非明于时势者莫能为力。综厥

四时，桐城士人虽未昌言“经济”，而“经济”即在其文之义理、考据、辞章中，殊未昧于时势、以文士自限也。曾氏“经济”云云，徒成辞费，明于桐城士风者，固无取乎云耳。

云亭，今代桐城表表于世者也。此文虽为语体，论乎金融，而遗貌取神，殊得先正矩矱。若文中博涉金融理论，取精用弘，迭出新见，非义理乎？构模型，重实证，精分析，非考据乎？选言有序，波澜有度，著语雅洁，非辞章乎？至一以贯之于三者间者，尤见利国益民之“经济”意。然则桐城士人若文章与时俱进，又添一显例矣。起湘乡于地下，当亦无间言。

因忆云亭少时负笈天城，天资颖异，力学不倦，骎骎有一日千里之势。间与扬摧古今，亦妙能发覆，殊收教学相长之乐。一弹指顷三十年，今奉读此文，益有才难之叹。企予望之，又不独文章华国之致足乐也！是为序。

戊戌长夏

桐城汪茂荣敬撰于京华

汪茂荣，安徽桐城人。中学高级教师、诗词家、文史学者，出版有《懋躬丛稿》等著作十种，本书作者在安徽省天城中学就读时的高中历史老师。



前 言

对于我国股票市场来说，引入“两融”交易制度无疑是对买空卖空机制的一次“自然实验”。纳入“两融”标的股票池的只是部分股票，而且这个清单也经历了数次剔除或加入的调整，这无形中为我们的实证研究提供了天然的实验组和对照组。不同于境外资本市场同时存在多种卖空机制，融券业务目前是我国股票市场针对特定股票的唯一卖空机制，这就避免了多种卖空机制对研究结论可能产生的交叉干扰。这些特殊的交易制度安排，为我们开展“两融”投资者行为研究提供了良好的自然实验环境，也可能使得我们的结论与国外经典文献的既有结论并不完全相同。

为什么要做这个研究

行为金融学的研究视角无疑是独特的。在传统金融理论的数学思维和分析框架下，投资者的心理和情绪因素是被忽略的，投资者个体的决策行为和决策过程就好比是一个“黑匣子”，人们无法洞悉其中的究竟。与传统金融学不同，行为金融学有效吸收了心理学的发展成果，将行为科学理论与金融分析框架相结合，从投资者行为穿透到投资者的心理和情绪，着重分析投资者的心理、情绪和行为以及这些因素对投资者决策、资产定价和金融市场发展趋势的影响，从而消除了传统金融理论的研究“盲区”，取得了一系列开创性的突

破和成就。

与我国经济发展的巨大成就相比，我国股票市场则是以另一种方式为世人所瞩目。在规模上，它是高速发展的；在制度安排与创新上，它又存在着诸多显性或隐性的缺陷，甚至长期为人诟病。个人投资者始终是我国股票市场活跃账户和市场交易的主力军，但长期又表现出突出的非理性行为特征。从这个角度看，我国股票市场无疑是行为金融学的珍贵实验场和巨大宝藏，为行为金融学的即时研究与创新发 展无时无刻地制造着取之不尽、用之不竭的新鲜交易数据。融资融券交易，本质上是一种买空卖空机制，又暗含了杠杆效应。自从 2010 年引入“两融”交易制度以来，“两融”业务不仅在定价效率、股市波动性和流动性诸方面影响着我国股票市场，买空卖空机制及其所暗含的杠杆效应，还对我国股票市场个人投资者的心理和行为产生了深刻而复杂的影响。

综观过往的研究，国内外的经典文献大都从普通投资者角度，来考察心理偏差对投资者行为的影响，以及投资者非理性行为对自身投资绩效的影响，而专门针对“两融”交易制度下投资者行为的研究则较为鲜见。通常情况下，从事“两融”交易的投资者被认为是经验相对丰富、资金实力较强、成熟度也较高的个人投资者。他们在决策和交易行为上的理性程度相对较高，应当具有与普通投资者不同的特质。同时，“两融”业务作为一种交易制度，其买空卖空的创新交易机制以及所暗含的杠杆效应，对投资者的心理和行为也势必会产生许多令人意想不到的影响。因此，我们将研究对象聚焦于我国股票市场融资融券交易制度下的投资者行为，从一个较为新颖、较为独特的角度，来研究“两融”投资者在决策和交易上的行为偏差，对于我国个人投资者校正非理性行为，对于证券交易所、券商和上市公司加强投资者教育并完善“两融”业务运行机制，对于我国政府部门进一步改进资本市场监管，甚至对于丰富行为金融理论，都具有一定的必要性和创新意义。

在这样的研究背景下，我们借鉴行为金融领域的理论、模型与分析框架，使用在国内某大型证券公司开户的个人投资者于2014年1月1日至2016年12月31日期间的全部订单数据，对“两融”投资者的交易记录进行实证分析，以检验“两融”投资者的交易活跃度、行为特征和实际投资绩效。同时，通过选取特定的普通投资者作为对照组，与“两融”投资者在过度交易和处置效应等行为偏差以及投资绩效等方面进行比对分析，并进一步在“两融”投资者构成中比对融资投资者和融券投资者的行为与绩效差异，以深入考察影响投资者决策（包括股票选择和股票交易）的主要因素。我们认为，我们的研究内容既具有一定的理论意义，也有着较强的实践意义。

首先，本研究的理论意义主要体现在关于我国“两融”投资者的行为的特殊性研究。我国股票市场个人投资者交易活动较为频繁，投资者个体行为在诸多方面表现出与境外成熟资本市场个人投资者截然不同的特质。我们基于行为金融领域的理论和研究方法，使用国内某大型证券公司提供的普通投资者和“两融”投资者的实际交易订单数据，在验证了国外相关研究结论在我国适用的基础上，以普通投资者为参照基准，侧重于发掘我国股票市场“两融”投资者行为的特殊性并探讨其成因，为进一步丰富行为金融理论提供了新的理论依据和实证材料。

其次，关于我国“两融”投资者的行为研究也具有十分重要的实践意义。对于一个国家的经济发展而言，金融体系和资本市场的稳定运行，无疑是极其重要的。作为资本市场的重要主体，投资者构成及其行为特征关系到资本市场的健康发展，具有重大而长远的经济和社会影响。这些年，在持续加强股票市场监管力度的同时，中国证监会也逐步将改善投资者构成、规范投资者行为以及强化投资者教育等方面工作提上日程；而提出和实施这些政策措施，必须建立在对投资者构成、投资者行为特征和交易偏差了解和深入分析

的基础之上。对于中国这样特殊而又规模巨大的新兴资本市场而言，监管部门所遇到的问题和挑战，其难度和复杂程度是叠加的，也是境外成熟资本市场所不曾有过的。在这种市场环境下，从行为金融的角度，对我国股票市场“两融”投资者的行为特征、交易偏差和投资绩效进行系统而深入的研究，在一定程度上能够为监管部门提供更为生动、更为深刻也更有针对性的启示和建议。

我们所关注的问题

在我国股票市场这样特殊的制度场景下，行为金融学以往关于投资者行为的研究结论，是否适用于我国股票市场“两融”投资者？与普通投资者相比，我国股票市场“两融”投资者在过度交易和处置效应这两种行为偏差以及投资绩效等方面，是否表现出显著差异？这个问题用更通俗的话说，即与普通投资者相比，“两融”投资者更为过度交易、更不愿卖出亏损股票，也更为非理性吗？如果存在显著差异，那么导致这些差异产生的真正原因是什么？就我国股票市场“两融”投资者构成而言，由于交易机制的不同以及对杠杆效应的不同运用，融资投资者与融券投资者是否也会存在显著差异？这些差异如果也是显著存在的，那么是否可以将它们归因于买空机制和卖空机制对投资者心理和行为的不同影响？这些关于“两融”投资者行为的研究结论，对于投资者自身，对于交易所、券商和上市公司，对于政府监管部门，又有什么启示或借鉴作用？我们在理论分析的基础上，试图通过实证研究的方法来回答这些问题，并努力做出一些较过往文献有所增益、有所演进、有所创新的新贡献。

基于此，我们将中国股票市场个人投资者分为“两融”投资者和普通投资者两种基本类型，并进而将“两融”投资者分为融资投资者、融券投资者和既融资又融券投资者三种子类型，从过度交易、

处置效应和投资绩效等三个方面，以实证检验方式进行比对和研究，由此构成了我们所要重点研究的三个专题，具体内容如下：

第一个专题 “两融” 投资者的过度交易实证研究

过度交易是全球金融市场的一个客观存在。过度交易的行为谜底在于过度自信，而过度交易又负向影响了投资绩效。

关于投资者过度交易行为的实证研究，大多是围绕这个基本结论，并大致按照以下步骤而展开：第一，换手率是代表过度交易程度的变量，收益率则是代表投资绩效受损程度的变量。我们以个人投资者为整体，分别计算出不同类型投资者的换手率和收益率，这是对不同类型投资者过度交易行为进行差异化分析的基础。第二，以换手率为标准，对不同类型投资者的收益率进行分组检验，可以初步得出对于不同类型的投资者而言，各自不同的过度自信程度对自身投资绩效受损程度所产生的不同影响。第三，以换手率或收益率为被解释变量，以不同类型投资者的个人特征和行为特征为解释变量，以此建构的各种回归分析模型，可以逐一解析不同特征变量对某一类型投资者换手率、收益率所产生的不同方向、不同程度的影响，并可按此思路进一步在不同类型投资者之间进行横向分析。

我们的研究方法也不例外。鉴于融资投资者与融券投资者在交易机制上的不同，我们想要研究“两融”投资者与普通投资者在过度交易行为偏差上有何不同，首先就必须弄清楚以下两个问题：一个问题是，主要受买空机制的影响，融资投资者与普通投资者在过度交易行为上有何不同？另一个问题则是，主要受卖空机制的影响，融券投资者与普通投资者在过度交易行为上又有何不同？因此，我们要依次递进地证实以下五个假设：（1）我国股票市场个人投资者普遍存在着过度交易的行为偏差。（2）与普通投资者相比，融资投资者的交易更为频繁，过度交易程度更为显著。（3）与普通投资者相比，融

资投资者的投资绩效受过度交易的损害程度更为突出。(4) 因买空卖空交易机制的不同, 融券投资者与融资投资者在过度交易行为及其对自身投资绩效的影响上存在着显著差异。(5) 由于我国股票市场融资业务规模远远大于融券业务, 融资投资者主导了“两融”投资者的行为特征, 因而就“两融”投资者整体而言, 其过度交易程度较普通投资者要更为明显, 自身投资绩效的受损害程度也更为严重。

第二个专题 “两融”投资者的处置效应实证研究

出于短期内均值回归的预期, 或者出于寻求自豪、避免懊悔的心理, 又或者出于避免税收、投资组合再平衡等其他动机, 投资者往往倾向于过早地卖出赢利股票而过久地持有亏损股票。因此, 处置效应这种行为偏差是广泛存在的。

关于处置效应的实证研究, 现有的实证文献主要涉及存在性检测、动因检测和投资者特征归因等方面, 其中存在性检测和关于投资者特征的归因检测, 又是使用得更为广泛、模型也更为成熟的研究方法。我国股票市场个人投资者普遍存在着处置效应的行为偏差, 这已是一个共识; 我们同时也认识到, 不同群体的人会表现出不同的行为偏差, 进而产生不同程度的处置效应。那么, 相较于普通投资者, “两融”投资者在处置效应程度 (Disposition Effect, 简称 DE) 以及有关处置效应程度与投资者特征、投资绩效的回归等方面, 又存在着哪些显著差异? 这是本专题所关注的核心问题。

我们更进一步的思考是: 融资投资者主要利用买空机制进行交易, 而融券投资者则主要利用卖空机制进行交易, 交易机制的不同, 对投资者心理和行为的影响也应有所不同, 两融投资者所表现出的处置效应程度以及相关的归因分析的具体结论当然也存在着显著的差异。如何从实证研究的角度发现并验证这些差异呢?

为此, 本专题要依次递进地证实以下五个假设: (1) 我国股票

市场个人投资者普遍存在着处置效应行为偏差，他们更不愿意卖出亏损股票。(2) 与普通投资者相比，融资投资者的处置效应程度更低，更愿意实现他们的亏损。(3) 处置效应同样损害了融资投资者的投资绩效。(4) 因买空卖空交易机制的不同，融券投资者的处置效应程度不仅低于普通投资者，也低于融资投资者，他们的投资绩效受损程度也相应更低。(5) 就“两融”投资者整体而言，他们的处置效应程度要低于普通投资者，其投资绩效的受损程度也更低。

第三个专题 “两融”投资者的投资绩效实证研究

投资绩效既是投资者的核心关注点，也是学者们研究投资者行为的重要观测指标和常用切入点。在行为金融领域，针对投资者有限理性的实证研究，往往也是从投资绩效入手，将投资者交易行为与他们的投资绩效关联起来开展实证研究，从而得出有关投资者是否存在非理性行为以及非理性程度的分析结论。^①

我们的研究也沿用了这一基本思路：研究个人投资者所买入股票组合与所卖出股票组合的收益率差异，验证投资者行为的非理性程度。联系我国股票市场的特殊制度安排、投资者构成及个人投资者行为特征等具体现实情况，个人投资者在投资决策过程中究竟表现出哪些行为特点？这些个人投资者的交易行为对自身投资绩效究竟造成了什么样的影响？“两融”业务的买空卖空机制和杠杆效应，为投资者交易提供了更多选项，同时也会对他们的心理和行为产生巨大影响。我们进而关注的是，与普通投资者相比，“两融”投资者在非理性行为程度上又有什么不同？“两融”投资者在投资行为非理

① 从买差卖优行为所导致的不合理的投资绩效，推断出投资者存在非理性行为，这是行为金融领域广为接受的研究逻辑，也成为投资者行为研究的一个基本前提。这个结论，在一定程度上相当于数学或物理学学科中的“公理”，我们无法做到对这一逻辑本身进行推导或证明。

性程度上的差异，对自身投资绩效又会产生什么不同影响？与普通投资者相比，“两融”投资者在股票选择和市场择时能力上有什么不同？

为此，本专题试图验证以下五个假设：（1）从整体上看，我国股票市场个人投资者所卖出股票组合的投资绩效要显著高于所买入股票组合的投资绩效，非理性行为是普遍存在的。（2）融资投资者所买入股票组合与所卖出股票组合的收益率差额在不同持有周期内都为负值，而且随着持有期的增加呈现出负向扩大的趋势，他们的换仓策略是一种错误决策，他们的交易行为是一种非理性行为。（3）融券投资者所买入股票组合与所卖出股票组合的收益率差额在不同持有周期内都为正值，而且随着持有期的增加呈现出正向扩大的趋势，他们的换仓策略是一种正确决策，他们的交易行为是一种理性行为。（4）既融资又融券投资者的投资绩效与非理性行为呈现出与融资投资者相似甚至趋同的特点。（5）与普通投资者相比，“两融”投资者在股票选择、市场择时和行为偏差上存在着显著差异，这些差异也是造成各自投资绩效不同的重要因素。

研究的逻辑

我们的研究按照“提出问题—分析问题—解决回答”的内在逻辑依次展开相应的理论分析和实证研究。

一幅统御性质的图

我们将研究逻辑与结构框架绘制成图 0-1。这是一幅具有统御性质的图，较清晰地解释了我们所开展研究的内在逻辑和篇章结构。

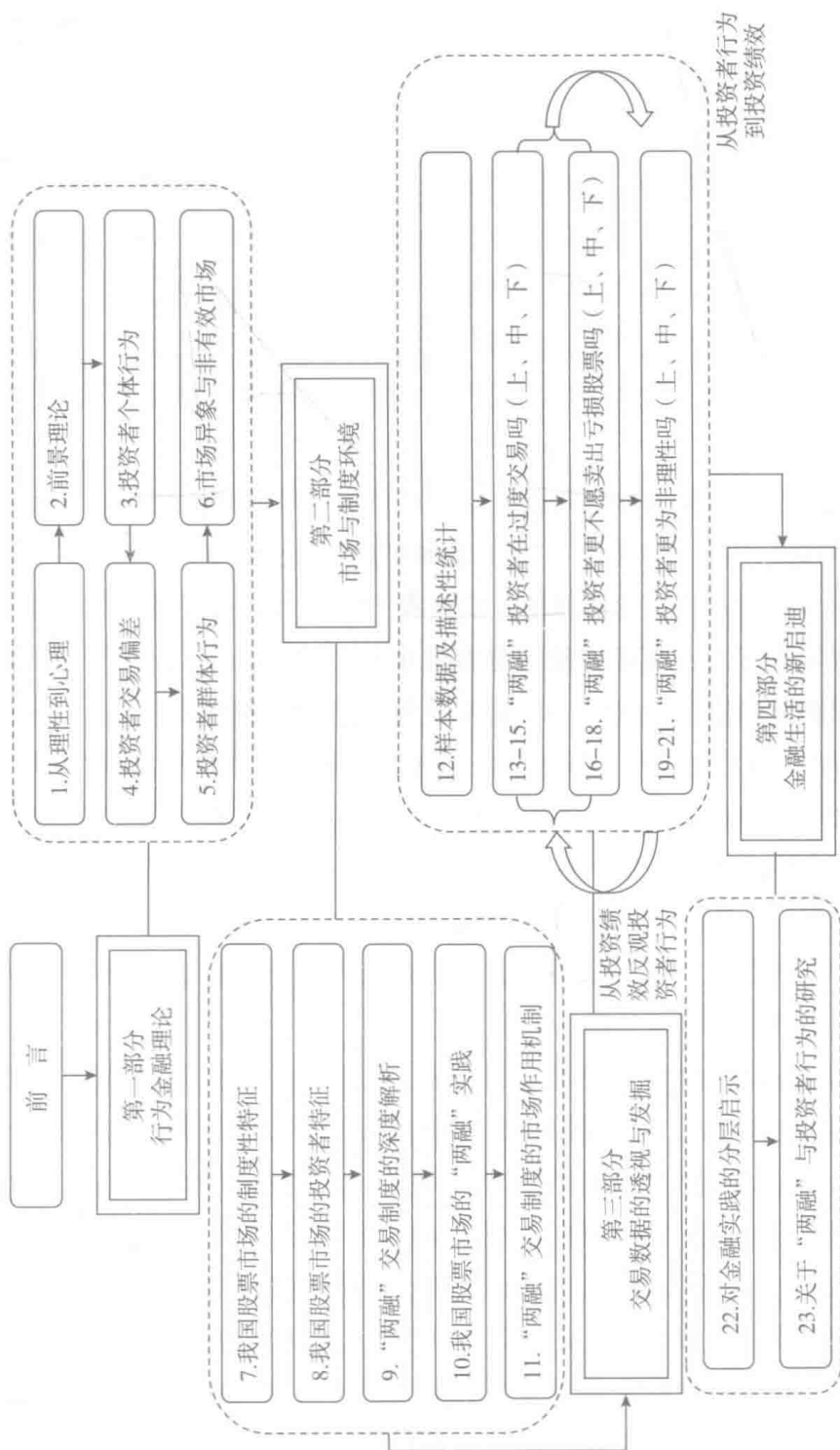


图 0-1 我们的研究逻辑与结构框架

内在的逻辑关系

除开篇的“前言”和收尾第四部分的“金融生活的新启迪”之外，第一至第三部分是本研究的核心内容，第一部分“行为金融理论”和第二部分“市场与制度环境”大致属于理论分析范畴；而第三部分“交易数据的透视与发掘”则属于典型的实证研究范畴。

从整体上看，我们所开展研究的逻辑、结构和脉络大致是这样的：

其一，第一部分和第二部分是理论分析，涉及第1章至第11章共11章的内容。第一部分“行为金融理论”（包括第1章至第6章）涉及从理性到心理、前景理论、投资者个体行为、投资者交易偏差、投资者群体行为、市场异象与非有效市场等内容，是对本研究的理论前提和分析依据进行综述。第二部分“市场与制度环境”（包括第7章至第11章）分了两个模块：第7章和第8章涉及我国股票市场制度性特征和投资者特征的内容，是针对本研究的市场环境所进行的综合性介绍；而第9章至第11章所涉及的“两融”交易制度的深度解析、我国股票市场的“两融”实践以及“两融”交易制度的市场作用机制等内容，则是对后续实证研究所依托的制度环境所进行的系统梳理和深入分析。

其二，第三部分主要是过度交易、处置效应和投资绩效三个实证专题，涉及第12章至第21章共10章的内容。首先需要交代清楚的是，第12章所介绍的本研究的样本数据及描述性统计，也是我们开展实证研究的“原材料”；随后才进入三个实证专题的“重头戏”。过度交易和处置效应是两种较为典型的行为偏差，也是两个研究得较为充分、较为成熟的领域。我们在这两个专题所沿用的研究思路是，从投资者的非理性交易行为入手，研究对自身投资绩效和经济福利的影响；而在投资绩效专题，我们沿用的研究思路正好相