

Study on Disposal Effect and Its Heterogeneity
- Evidence from China Retail Investor Trade Record

by

Haifeng Gong

A Dissertation Presented in Partial Fulfillment
of the Requirements for the Degree
Doctor of Business Administration

Approved March 2023 by the
Graduate Supervisory Committee:

Wei Shen, Co-Chair

Fei Wu, Co-Chair

Xianglin Li

ARIZONA STATE UNIVERSITY

May 2023

处置效应及其异质性——基于中国个人投资者交易数据的研究

龚海峰

全球金融工商管理博士
学位论文

研究生管理委员会
于 2023 年 3 月批准：

沈伟，联席主席
吴飞，联席主席
李祥林

亚利桑那州立大学

二零二三年五月

ABSTRACT

Reverse investment strategy means that investors buy previously underperforming investment targets and sell previously underperforming investment targets in a long period of time. This investment strategy is based on the overreaction of investors themselves. Investors overreact to some public information, which led to the serious deviation of the investment target from the basic value. This sentiment caused Underestimation or overestimation of the investment target. In the past, those investment targets that did not perform well were regarded as undervalued by the strategy, while those that did well in the past were regarded as overvalued. After a period of time, the investment targets would return to their reasonable prices, and the investors' investment returns would reverse. In essence, the reverse investment strategy pays more attention to the basic value of the investment target.

摘要

本文通过分析 F 证券公司某营业部 13000 余名投资者从 2019 到 2021 年的交易和持仓数据，以及研究投资者处置效应的各主要性质，本文发现，投资者的处置效应造成了相当一部分交易损失。在投资者个人特征方面，风险评级越高的投资者处置效应越弱，印证了处置效应与风险厌恶的关系。更为重要的是，投资者的投资组合分散程度与处置效应负相关、投资组合彩票性质与处置效应正相关。这分别印证了风险厌恶和主观概率作为累积前景理论的核心组成部分，对处置效应的影响。本研究由此得出针对散户投资者的投资建议：在分散化投资的同时，有意识地克服出盈保亏的倾向；侧重于配置安全边际高的股票，减少对于彩票型股票的配置。

目录

	页码
表格列表.....	v
图标列表.....	vi
章节	
一、导论.....	1
1.1 研究的目的和意义.....	1
1.2 研究内容.....	2
二、相关理论及文献综述.....	3
2.1 投资中的非理性行为.....	3
2.1.1 处置效应.....	3
2.1.2 处置效应与前景理论.....	4
2.2 处置效应的心理因素分析.....	5
2.2.1 后悔厌恶.....	5
2.2.2 心理账户.....	7
2.2.3 个人投资者投资业绩与交易心理.....	8
2.3 研究述评.....	11
2.4 研究假设.....	12
2.4.1 处置效应的影响因素.....	12
2.4.2 处置效应与个人投资者业绩.....	14

章节	页码
三、处置效应及基本性质	15
3.1 数据及样本	15
3.2 处置效应的描述性统计	15
四、处置效应的影响	20
4.1 处置效应的影响	20
五、投资者配置偏好与处置效应	23
5.1 投资者配置偏好与处置效应	23
六、研究结论与政策启示和建议	26
6.1 研究结论	26
6.2 政策启示	26
6.2.1 深化中小投资者教育	28
6.3 对投资者的投资策略建议	29
6.3.1 成本平均策略	30
6.3.2 时间分散化策略	30
6.3.3 反转投资策略	31
6.4 本文的创新与不足	31
参考文献	33

表格列表

表格	页码
1 处置效应的分布	16
2 投资者资产与处置效应	18
3 投资者性别与处置效应	18
4 投资者风险等级与处置效应	19
5 投资者经验与处置效应	19
6 处置效应与投资盈亏	22
7 资产组合特征与处置效应	24

图标列表

图表	页码
1 样本投资者处置效应时序图	17
2 实现盈利与浮亏发生后股票的简单累积收益率	21

一、导论

1.1 研究的目的和意义

我国证券市场从上交所成立开始算起,已经经历了几十年。从之前的“老八股”发展到现在的几千只股票,市场的发展规模也迅速扩大,从开始的一千亿到目前的一百多万亿,我国证券市场也经历了高速的发展,但和欧美等发达地区相比,我国的证券市场有很多的不成熟,还有很多不完善的地方。

一个最为突出的特点是,我国个人投资者的交易量占到了市场总交易量的 70%,而欧美的这一比例仅为 5%左右。当个人投资者系统性地偏离理性行为时,会造成市场的异常波动,如过度反应,泡沫的迅速产生等。

为了更好的提高证券市场效率,降低证券市场的非理性情绪,研究人员就应该清楚的理解投资者怎样的情况会出现这种非理性行为,这种非理性行为的背后是怎样的?因此,本文通过对于 13000 名的投资者的投资行为的分析,让投资者深入学习这种非理性行为的基础知识和理论原理,从而使投资者主观上慢慢降低这种非理性的行为。为中国证券市场的健康发展提供一些有参考的建议。同时,它也为有效的防范金融风险提出了合理的解决方案。

此外,从另一个角度,学者和从业人员可以深刻认识证券投资行为。通过对投资者非理性行为的研究,本研究也可以让普通投资者认真思考自己的投资决策行为。本文通过抽取 F 营业部的部分客户三年的交易数据,通过数据分析引导客户减少非理性交易.做好投资者教育工作。

1.2 研究内容

在传统金融学的研究下，对于处理不确定决策问题经过了细致且缜密的逻辑及数理推导，并衍生出现代资产组合理论、有效市场假说等理论，在这些理论地假设中，人们拥有理性预期并通过效用最大化做出决策，理性的经济人可获得公开信息并且认知能力无限，因此，理性预期中的经济人能迅速处理信息并以最大化效用目标做出决策。但是，随着金融市场的发展，越来越多的金融异象不能被传统的金融理论来解释。通过实验心理学来研究经济行为的行为金融理论认为人的预期并不是完全理性的，过度自信、处置效应、羊群效应等行为偏差也都被证实存在于各大金融市场中。研究标明，真实的金融环境下个人投资者的确存在非理性行为，由于人的大脑对信息的处理能力有限，存在认知限制，投资过程中的行为偏差是普遍存在的。因此，为进一步完善关于处置效应的研究，本论文以 F 证券某营业部 13000 余名投资者从 2019 第一个交易日到 2021 年最后一个交易日的交易和持仓数据为研究样本，研究投资者处置效应的主要性质，并发现，投资者的处置效应造成了相当一部分交易损失。通过分析投资者个人特征，发现风险评级与投资者处置效应之间存在一定的相关性，这印证了处置效应与风险厌恶的关系。通过实证分析，得出投资者的投资组合分散程度与处置效应负相关、投资组合彩票性质与处置效应正相关。由此得出针对散户投资者的投资建议：在分散化投资的同时，有意识地克服出盈保亏的倾向；侧重于配置安全边际高的股票，减少对于彩票型股票的配置。

二、相关理论及文献综述

2.1 投资中的非理性行为

投资者往往认为在投资过程中能做到合理分析、理性决策。然而，在实际的投资过程中，由于投资环境的复杂多变及不可避免的信息差，投资者通常要在短时间内利用已有的信息做出投资决策，非理性行为便在这一过程中随之产生。非理性行为通常受到多方面因素影响，尤其受到心理因素的影响。经济个体并非全知全能，全然追求个人利益最大化的“经济人”，而是受到客观条件与主观认知的限制，决策行为受到心理因素影响的“行为人”。

（彭倩，2022）现有研究中，学者普遍认为处置效应是投资者在实际投资过程中出现的典型性的非理性行为。

2.1.1 处置效应

Shefrin（舍弗林）和 Statman 于 1985 年首次提出了处置效应，这意味着投资者倾向于持有亏损投资标的并乐意出售盈利的投资品种。自处置效应提出后，许多学者对其进行了研究，主要集中于股票投资者的处置效应。Odean（1998）、Nofsinger、Chen, Kim, 和 Rui（2004）、孙建军，陈耕云等（2007）发现投资者在投资证券标的的时候会表现出处置效应。周铭山等（2011）利用基金投资者的实际交易数据，基于生存模型做了一些分析，分析表明基金投资者投资收益对投资者赎回倾向的影响。结果表明，投资利润状况确实会影响中国基金投资者赎回基金的趋势：投资者倾向于赎回那些处于盈利状态的投资，而不是那些处于亏损状态的投资。这一点与股票投资者雷同，基金投资者的行为也受到处置效应的影响。在银华基金的一项调研中，以“新冠肺炎”作为突发事件的模拟环境，面对“短期内造成巨额损失的突发事件跌至止损线以下”，80%以上的投资者选择保留损失头寸而非

止损赎回。处置效应在投资中很常见。投资者普遍认为，亏损的投资只要还在账面上，就很可能被推翻，而此时退出将产生真正的损失。因此，在做出赎回决定时，人们倾向于以盈利赎回投资，以亏损继续持有投资，即产生处置效果。在处置效应的影响下，如果盈利组合过早出售，收益上限将受到限制，投资者可能会通过长期持有亏损资产来增加潜在风险。因此，无论损益结果如何，处置效果都会影响最终收益。

2.1.2 处置效应与前景理论

行为金融学从投资者非标准偏好的角度解释了处置效应，Tversky 和 Kahneman (1979, 1992) 提出的前景理论得到了广泛认可。根据前景理论，股票投资者的效用来自于相对于参考点（通常是买入价）的账面损益。S 型效用函数在盈利区是凸的，在亏损区是凹的，即投资者具有双重风险偏好：盈利后的风险厌恶和亏损后的风险偏好，而在亏损区效用函数更陡，即投资者有亏损厌恶，因此，投资者更倾向于在盈利后卖出股票，并表现出处置效果。

Barberis 和 Xiong (2009) 在文章中发现，透视理论偏好是否可以预测两种情况下的处置效果。首先，优惠被定义为年度收入和损失；其次，它被定义为超额实现的收益和损失。研究发现，年度收入/损失模型通常无法预测处置效果。然而，已实现收益/损失模型更可靠地预测处置效果。

Barberis 和 Xiong (2009) 的论文中发现，通过研究前景理论偏好预测两种情况下的处置效果。其中一种是将偏好被定义为年度收益和损失；另外一种将其定义为超额收益和损失。研究发现第一种情况，就是往往无法预测年度收益和损失模型处置效应。然第二种情况，已实现收益和损失模型更容易预测了处置效应。因此，从已实现收益和损失中获得

效用可能是思考个人投资者交易策略某些方面一些有用方法。前景理论投资者模型难以预测 Odean (1998) 关于实现收益与损失的频率的实证结果。于是 Barberis 和 Xiong 提出了一种新的理论，即投资者仅从已实现的损益中得出前景理论所描述的效用，而忽略账面损益。他们发现此范式更容易预测处置效应。

2.2 处置效应的心理因素分析

2.2.1 后悔厌恶

“后悔”指是当人们已经意识到自己的行为已经离开正确的道路越来越远，当人们做出了错误命令时，会对自己的错误判断的行为感到苦闷的一种情绪。“后悔厌恶”则是人们都会讨厌后悔所带来的精神上的痛苦，从而避免这一现象发生，让后悔达到最小化的一种内心的状态。

后悔和后悔厌恶在生活中十分普遍，人们常常因为做出的错误决策而痛苦万分并自责不已。Thaler (1980) 借用实验证明后悔情绪确实存在并影响着人们的决策行为，由此首次提出了后悔厌恶理论。受后悔厌恶的影响，在面对股票投资过程中出现的投资失误时，哪怕只是很小的失误投资者都会极为后悔并严厉自责，从而在投资决策时会尽量避免后悔情绪的产生。这也解释了为什么投资者会长期持有表现亏损的投资标的而不愿意卖出。

若将亏损股票卖出，就等于承认自己之前买入这一证券标的的决策错误，并且接受该错误决策带来的亏损，人们一旦承认了这种错误并且接受损失，投资者就会非常懊恼之前买入这一证券投资标的的错误判断。

因此为了避免后悔会选择继续持有股票，并寄希望于未来股票价格的上涨。对于账面上已经浮盈的投资标的，投资者往往会毫不犹豫的及时卖出赚钱的投资标的，由于投资者

比较害怕股价下跌导致获利减少甚至后期亏损，也有可能是这种情况出现导致的后悔感，然而却没有考虑到股票价格进一步上涨将增加获利的可能性。这也就从后悔厌恶的角度解释了投资者为什么会表现出处置效应行为。

早期研究认为处置效应避免后悔出自 Shefrin and Statman, 1985; Barber and Odean, 1999), 他们的研究发现: 投资者不愿意承认自己亏损, 并且实现亏损, 从心理学来说是为了避免后悔, 出售有浮动亏损的投资标的, 严格意义来说代表自己承认之前的投资决定是不对的, 这会让投资者触发后悔情绪。

本文很惊奇地发现, 近些年来国内外一些著名的学者, 发表了类似的文章, 譬如说 Summers and Duxbury, 2012; 李建标等, 2019)。Chang 等 (2016), 他们认为: 处置效应根源来自投资者对于投资标的的认知, 当投资决策发出后, 最初的投资的策略预期目标和实际操作的投资结果不一致时, 人们往往会对自己的投资行为感到懊恼。

预期和现实不一致时, 出售亏损投资标的会让投资者面临一种, 自己对于投资标的的认知是错误的, 很多人无法接受这种决策错误, 出现后悔。这和之前的学者的研究结果不谋而合。

但是本文惊奇的发现一个和 Summers 和 Duxbury (2012) 的实验结果类似的结论: 处置效应和是否承担投资决策有关, 当有些投资品, 譬如基金产品, 不需要投资者承担投资决策时, 就不存在处置效应。这充分表明, 后悔是处置效应的一种人的心理变化的过程, 出售浮动亏损的投资标的的效果下降来自人都要承认错误决策的心理。

2.2.2 心理账户

1980年由泰勒(Thaler)提出心理账户的概念,是暗示人们会主观的把各类资产进行分类,不同的资产放入不同的心理账户中,并且区别对待不同账户中的资产。Thaler认为每个人心里都有一个内在的记账系统,对各类投资标的进行分类,并且分账管理,这一心理评估过程就是自己心理账户的估价过程。Health(1994)提出心理账户是人们在经济决策时,从心理层面上对决策结果进行记录、分类和评估的认知过程。心理账户是人们简化处理复杂问题的一种方式,有别于理性的数学和经济学规则,心理账户有其特定的运算规则常常以非预期的形式影响着人们的决策,从而可能导致人们做出偏离理性的决策行为。

股票投资过程中,投资者分别为每一支股票建立了一个心理账户,并在账户下记录该股票损益情况,每次决策前依各账户的情况独立评估及决策,不考虑各账户间的联系。Thaler指出,心理账户要实现损失是不容易的,对投资者而言关闭一个处于亏损状态的心理账户是十分困难的。对于亏损股票,一旦卖出那么就意味着要关闭该亏损账户,这个决定是困难的,因为投资者还没有准备好接受这个损失现状,或是投资者希望亏损股票能够起死回生,从而投资者仍将继续持有该股票。对于盈利股票,卖出该股票获得确定性的收益,该账户对于投资者而言是愉快的,能让投资者对自己出色的投资能力、股票选择能力感到骄傲。

卡尼曼(Kahneman)和特维斯基(Tversky)最早使用“心理账户”的概念来解释这一现象,人们对各种投资标的的投资结果都会进行心理分类,还有一个编码和估价,这个所谓的心理账户最终会影响人们决策行为。1985年,理查德·泰勒(Richard Thaler)正式提出

了“心理账户”理论。他客观系统的阐述了心理账户现象，投资者不乐意卖出浮动盈亏是亏损投资标的，归根结底的原因是由于投资者认为这只是账面亏损账户，未实现的亏损就不是亏损。这种按照心理账户的解释：投资者会每买入的一个投资标的建立一个心理账户，人们一般会区别管理盈利还是亏损股票并且进行分账管理，并且继续持有浮亏投资标的，也许这种心理，就是不乐意关闭那一扇亏损股票的心理账户。泰勒认为不管你是个人还是机构，都会有自己的心理账户。在投资者做出一些投资决策时，这种心理账户都会出现，心理账户就像是人内心的一个系统，这种系统还经常和与经济学的运算规律相矛盾。心理账户的记账方式与经济学的运算方式有着一定的区别。泰勒提出心理账户的“不能替代”的特征，同时也深刻分析了心理账户是如何影响着投资者进行投资决策时，人的心理是如何变化的。

相关的研究表明：心理账户是客观存在的东西，虽然之前的研究没有通过用实证分析心理账户的相关结构，所以，还是需要通过实证研究探究下国内投资者心理账户的相关结构，为进一步了解国内投资者的在投资决策时，心理账户是怎样的？

2.2.3 个人投资者投资业绩与交易心理

个人投资者一般选股能力比较差,曾经有个研究人员 Odean (1999)，他采用一个叫日历组合的研究方法，通过这一方法在未来 12 个月内个人投资者卖出的投资标的比买入的投资标的相比，收益高 0.23%。

另一个研究的案例,研究人员 Barber 和 Odean(2000)通过国外某股票经纪商 1991 年~1996 年的五年期间，对于六万多名个人投资者的交易行为进行数据分析，研究结果发现：个人投资者投资收益之所以低于市场同期交易组合，其主要原因是由于个人投资者过于频繁交易，导致的交易成本提高。个人投资者平均收益为年化为-3.7%，交易最活跃的投

投资者换手率为每年 258%，平均收益为年化为-10.4%。

研究人员 Grinblatt 和 Keloharju (2000) 分析过芬兰不同类型的投资者的交易策略和投资业绩。通过他们的研究发现，个人投资者倾向于买入股价下跌的股票，外国投资者喜欢买入股价上涨的股票，数据对比，外投资者投资收益明显好于执行个人投资者，不同投资策略带来了不同的地投资绩效的差异。

研究人员 Barber 等 (2009) 曾经分析了 1995 年~1999 年的台湾股票交易所全部投资者的交易行为。研究发现，时间周期 1-140 天散户卖出的投资标的表现优于买入的投资标的表现。案例取了 140 天时间窗，模拟个人投资者进行对冲策略交易，实验结果每年可获得年化 9.0% 的超额收益。个人投资者的亏损中近 66% 源自佣金和印花税等费用，27% 来自的选股能力较弱，其余来源于择时选择错误。尽管大多数个人投资者的投资回报很差，但近年来的一些研究表明，有些投资者投资收益还是优异的，这和投资者的地域，性别，认知和投资能力和风格，存在着显著差异。Barber 等人研究发现，日内交易者在 t 年的投资表现可以可靠地预测他们在 $t+1$ 年的投资业绩。 t 年表现最好的 500 天交易者的超额收益为每天 0.5%，足以覆盖任何交易成本；与 t 年亏损的日内交易者相比， $t+1$ 年他们每天可以多赚 0.6%。一发现表明，确实存在一些具有持续、稳定和非凡选股能力的投机者。Korniotis 和 Kumar (2013) 使用人口统计学变量（如年龄、教育水平和社交网络）构建了反映个人投资者认知能力的指数。研究发现，聪明的个人投资者每月比其他投资者多赚 0.3%。事实上，即使扣除交易成本，聪明的投资者也可以获得与市场指数相同的收益；扣除交易成本后，其他投资者每月平均比市场指数低 0.3%。这些损失一半来自交易成本，一半来自糟糕的选股能力。Barber 和 Odean (2001) 发现，男性在交易中比女性更积极，但

他们的投资表现更差。他们将这种现象归因于男性和女性过度自信程度的差异。

尽管大量研究表明，散户投资者的投资表现不佳，但交易极其活跃。Odean (1999)、Barber 和 Odean (2000) 认为，美国个人投资者交易频繁过高，由此产生的频繁的高交易成本是他们投资损失的主要原因。美国个人投资者的月平均换手率为 6.25%，最活跃的 20% 投资者的月换手率是 20.83%。其实上，在中国、韩国、台湾和大陆等亚洲市场，平均换手率更高，散户投资者贡献了大部分交易量。研究发现，散户投资者频繁交易背后的驱动因素一方面是对流动性的需求。当个人投资者决定储蓄时，他们将提高对股市的投资，当他们想提高消费时，他们会出售股票。另一方面，为了节省税收，在征收资本利得税的国家，投资者可以通过战略性地出售亏损股票来推迟缴纳部分税款。过度自信是频繁交易的公认原因之一。大量心理学研究表明，过度自信是一种常见的心理现象。过度自信有两种不同的定义：第一种称为校准偏差：高估个人知识（或信息）的准确性；第二类被称为“高于平均水平”效应：个人水平被认为高于平均水平。在经典理论模型中，当加入投资者高估其私人信息准确性（过度自信）的假设时，投资者的交易频率将显著增加，但投资业绩不佳。Barber 和 Odean (2000) 发现，交易越频繁，投资者的投资业绩越差，而投资业绩不佳主要是由于交易成本高，而不是选股能力差。Statman 等人发现研究发现，股票换手率与滞后多期回报率呈正相关，这种关系在市场层面和个股层面都成立。这一证据表明，归因偏见强化了投资者的过度自信，并显著增加了交易量。Barber 等人发现研究发现，台湾个人投资者的交易损失一方面和他们盲目自信有关，还和它激进的投资单有关，从侧面证实了这一原理。Dorn 和 Sengmueller (2009) 使用一份调查问卷来衡量投资者对交易和赌博乐趣的认可程度，发现最认同交易和赌博是一种享受的投资者的交易频率是其他投资者的两

倍。Dorn 等人（2015）研究了美国个人投资者的交易量与彩票中奖人数之间的关系。研究发现，从 1998 年到 2004 年，彩票中奖人数每增加一次，小额订单交易的比例就会下降约 1%，这在彩票股票市场上更为显著。类似地，Gao 和 Lin（2015）发现，台湾股票的交易量与当地彩票中奖人数之间也存在显著的负相关，这在交易者比例高且收益率偏好高的股票中更为显著。

2.3 研究述评

现阶段的行为金融学通过理论研究以及调查等方式已经形成了一些较为成熟的理论以及模型，但是在对投资者实际的投资行为的研究中可以发现还是存在这一些无法解释的异常现象。由于投资环境、证券市场发展状况、以及研究数据获取的难易程度等原因，国外的对于投资者行为研究起步早，国外的学者通过对国外成熟市场中投资者的交易行为的调查问卷研究以及对实际的投资者的投资账户信息的研究发现了羊群效应、过度自信等投资者行为的一系列特征，并发展了将投资者行为因素作为因子之一的行为资产定价模型。然而是否存在影响投资者行为的其他行为因素，以及这些研究结果以及模型在其他国家证券市场中是否有效等还有待进一步验证。反观我国对于投资者行为的研究起步较晚，虽然现阶段有部分针对投资者行为的分析以及利用国外已有的研究理论以及方法对理论的有效性进行验证的研究，但是由于我国特殊的市场环境，利用投资者实际的账户交易数据来进行分析的实证研究只占少数，而且国内对于占我国证券市场投资者 99%以上的个人投资者的投资行为研究较少，而且研究方法主要以调查问卷或者小范围的投资者账户信息进行分析，在代表性以及可信度上存在一定的问题。我国的证券市场虽然只有不到 30 年的发展历史，但是市场规模以及投资者数量发展迅速，已经成为了我国经济体系中不可或缺的重要组成部分。在现有研究成果的基础上继续加强对我国投资者投

资行为的研究对于我国证券市场的更快更好的发展、市场监管体系的完善以及证券经纪商等证券服务机构的客户服务等业务开展都具有十分重要的意义。在今后的研究中应加强对我国市场中特殊的投资者行为特征以及个人投资者的投资行为特征在实际的市场环境中进行深入分析，对我国投资者的投资者行为与其他发达证券市场中的投资者行为进行跨市场对比，以期实现对我国投资者的行为以及市场现状的全方位的了解以及合理预期。

2.4 研究假设

2.4.1 处置效应的影响因素

本文首先关注个人投资者的人口统计学特征与处置效应，观察处置效应在不同资产等级，不同性别，不同风险测评水平以及不同投资经验组别中的分布及组间变化。

由于财富效应（wealth effect）的存在，资产越高的投资者抗风险能力越强。同时，根据累积前景理论，投资者在距离参照点较远处，展现出近似风险中性，而非风险厌恶的特征（Barberis and Xiong, 2009）。而高净值客户，因其入金可能较多，极有可能对于参照点附近的盈亏不如其他客户敏感，进而展现出更低水平的处置效应。故本文提炼出第一条和第二条研究假设：

H1-a: 个人投资者的资产等级越高，处置效应越低。

H1-b: 个人投资者风险等级越低，处置效应越高。

前述文献已经表明，男性投资者展现出相较于女性投资者更强的过度自信（Barber and Odean, 2001），进而更加频繁地进行交易。而频繁交易产生高昂的交易费用，使其投资收益受到损失，更容易徘徊在参照点附近，即处在非常容易展现出处置效应的区间。此外，由于过度自信，男性投资者不愿承认自身的亏损，不愿实现浮亏，同时倾向于以极快的速度实

现浮盈，以获得正反馈。由此，本研究提炼出第三条研究假设：

H1-c: 男性的个人投资者相较于女性投资者，展现出更强的处置效应。

直觉上，往往投资者投资年限越长，经验越丰富，所展现的行为偏误会越少。因此本文提出关于投资者投资年限的假设，以探究在市场上存在时间长短是否会对处置效应产生影响：

H1-d: 个人投资者的投资年限越长，处置效应越弱。

前述文献已有不少对于处置效应产生原因的解释和研究。诸如，过度自信导致处置效应；频繁交易且处在盈亏平衡点附近的投资者更容易产生处置效应（Barberis and Xiong, 2009）；若投资者具有实现效用（realization utility），那么不需要依靠前景效用，也能产生处置效应。

这些理论层面的发现启示研究者，要探究处置效应的影响因素，可以从偏好和效用的影响因素入手。由于投资者先要配置资产，而后才能依赖自己的思维方式或者投资策略进行操作，故本文重点关注投资者的组合配置特征对处置效应的影响。

具体而言，有两大方面：投资组合的分散程度，投资组合的彩票特征。直接度量投资者的风险厌恶程度比较困难，但是投资组合的分散程度与投资者的风险厌恶程度紧密相关，能帮助本文间接地探究风险厌恶与处置效应的关系。

而彩票特征则与累积前景效用中的主观概率加权紧密相关。投资高波动的彩票股票，可以获得罕见的高收益，而这种右尾事件的概率极容易被个人投资者高估，从而产生对彩票股票的偏好。由上所述，本文提出最后两条假设：

H2: 投资者的投资组合分散程度越高，处置效应越强。

H3: 投资者的投资组合彩票特征越明显，处置效应越强。

2.4.2 处置效应与个人投资者业绩

前述文献中粗略的描述统计分析已经表明，个人投资者在卖出浮盈仓位后，该仓位普遍会继续上涨；而当其继续持有已经发生了浮亏的仓位后，该仓位则非常有可能继续走低。也就是说，直观来看，出盈保亏的倾向使得投资者不仅错过了继续在浮盈仓位上获利的机会，还使得个人投资者在浮亏仓位上越陷越深。

这与实际观察也是相符的：在实际业务中，不少营业部的工作人员发现，散户对浮亏仓位甚至会采取加仓的风险偏好行动。这一点也为文献所印证：Imas（2016）发现，被试者在实现浮亏后，更加风险厌恶；但在浮亏发生而并未实现的时候，则展现出强烈的风险偏好。至此，本文提出关于投资者处置效应及其投资绩效的假设：

H4: 个人投资者的处置效应越强，其投资绩效越差。

三、处置效应及基本性质

3.1 数据及样本

本文的数据来自于 F 证券某营业部 2019-2021 年间 13922 名普通账户投资者的交易数据。在此期间，平均每位投资者交易和持有过 96 支不同的股票，约 50% 的投资者持有和交易超过 49 只不同的股票。

在计算投资者持有成本方面，本文借鉴 Odean (1998) 的做法，计算其平均买入成本，并依照股票股利对投资者的持有成本做出调整。考虑交易成本，但不将现金股利纳入考虑。

将投资者所持有股票的成本与股票日最低价和最高价比较，可得投资者持有股票输赢情况。在本文的样本中，平均 23% 的投资者的股票处在浮盈范畴，平均 56% 的投资者的股票处在浮亏范畴，总体来说样本投资者多数时间处于亏损。

在交易频度方面，样本投资者对股票的平均交易轮次为 1.713（投资者从买入到清仓一只股票，为一个轮次）。而交易轮次的 75 分位数为 2，表明超过 75% 的投资者对自己买入的股票交易不超过 2 轮。样本投资者更倾向于频繁寻找新的股票进行交易，而非反复交易同一只股票。

3.2 处置效应的描述性统计

表 1 计算了处置效应程度 (Degree of Disposition, DOD) (Liao et al., 2022)，并报告了时序及横截面分布特征。

处置效应程度为浮盈实现比例 (PGR) 和浮亏实现比例 (PLR) 的比值。两种实现比例的计算方法参照 Odean (1998) 进行。

DOD (time)表示在每一天，针对投资者样本整体计算 DOD，得到的时间序列；DOD (ind)表示对每一投资者，计算其在样本区间内的 DOD，得到的横截面数据。

二者的均值均显著大于 1，表示样本投资者具有处置效应。DOD (time)的单边（右侧）t 检验值为 3.286，DOD (ind)的单边（右侧）t 检验值为 13.375。不论在时间上，还是在横截面上，处置效应均显著。

表 1 处置效应的分布

	Mean	Std	Min	P25	P50	P75	Max	t-stat
DOD (time)	1.047	0.384	0.000	0.784	1.015	1.259	2.638	3.286
DOD (ind)	1.347	2.538	0.000	0.000	0.660	1.646	61.500	13.375

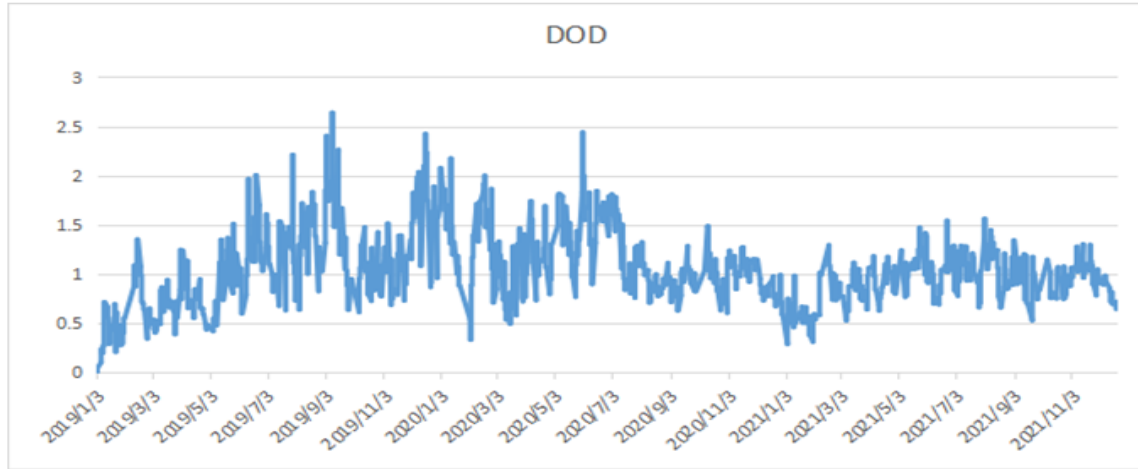
具体而言，DOD (time)的均值为 1.047，中位数为 1.015，25 分位数则为 0.784。即样本投资者作为一个整体在超过 70%的样本时间内，有明显的处置效应。DOD (time)的最大值为 2.638，表明样本投资者处置效应最严重的时候实现浮盈股票的比例是实现浮亏股票比例的 2.6 倍之多。举一个例子，如果样本投资者卖出了 20%的浮亏股票，那么其同时也卖出了 50%甚至更多的浮盈股票，以获得更多的前景理论效用（Khaneman and Tverskey, 1979）。DOD (time)的标准差仅为 0.384，说明样本投资者的处置效应在时间上较为稳定。

DOD (ind)的均值为 1.347，中位数为 0.660，说明有将近 50%的投资者在样本时间段内有显著的处置效应。DOD (ind)的极差很大，最大的投资者有高达 61.5 之多。但也有相当一部分投资者在 3 年的样本区间内没有明显的处置效应。

整体而言，样本投资者有较强的处置效应，倾向于出盈保亏。这样的处置效应会造成什么后果，本文在下一章会详细展开。

图 1 为样本投资者处置效应的时序图。每一天，本文计算 DOD (time)，然后再绘制出来。观察样本投资者处置效应的时序图有助于让研究者和读者理解处置效应受哪些因素影响。

图 1 样本投资者处置效应时序图



可以看到，样本投资者的处置效应稳定地高于 1，整体波动不大。处置效应的高值出现在 2019 年下半年到 2020 年上半年。疫情期间，市场陡然下行，可能加剧投资者的风险厌恶，进而加剧处置效应。相反，随着 2021 年疫情进入低水平，消费等行业企稳回升，投资者的风险厌恶减弱，进而降低处置效应。

Error! Reference source not found.到 **Error! Reference source not found.**

报告了不同投资者组别的处置效应。一些结果印证了以往的文献，同时得益于本文独特的个人特征数据，有另一些结果相对以往的文献较为新颖。

Error! Reference source not found.展示了不同资产组别的投资者的处置效应。

平均而言，资产 10 万以上的样本投资者，资产越高，处置效应越低。这可能与高净值客户在投资方面的自律性较高有关。另外，资产较高意味着风险承受能力更强，因此对于接近

参照点的损益不是特别担心。

表 2 投资者资产与处置效应

asset	0-5 万	5-10 万	10-20 万	20-30 万	30 万以上
Mean	1.346	0.867	3.990	2.357	0.415
Std	2.538	1.226	5.974	0.905	0.522
Min	0.000	0.000	0.000	1.619	0.000
Q25	0.000	0.434	0.556	1.799	0.000
Med	0.659	0.867	1.111	2.082	0.105
Q75	1.645	1.301	5.984	2.640	0.967
Max	61.500	1.734	10.858	3.647	1.003

Error! Reference source not found.展示了不同性别样本投资者的处置效应。二者的平均处置效应近似。但从中位数来看，男性投资者的处置效应明显更高，这可能同过度自信、寻求刺激（sensation seeking）有关。

表 3 投资者性别与处置效应

sex	男	女
Mean	1.346	1.347
Std	2.394	2.680
Min	0.000	0.000
Q25	0.000	0.000
Med	0.693	0.622
Q75	1.664	1.628
Max	61.500	52.660

Error! Reference source not found.报告了不同风险组别样本投资者的处置效应。

这一结果较为新颖，因为以往的研究未曾关注这方面，并且结果与本文预设的不一致。具体而言，保守和谨慎型投资者的处置效应反而是最强的。这看似难以理解，实际上与理论较为符合：保守的投资者更加厌恶风险，前景效用函数在盈利区域的凹性更大，更容易出盈保亏，即展现出强烈的处置效应。

表 4 投资者风险等级与处置效应

risk	保守型	谨慎型	稳健型	积极型	激进型
Mean	4.173	1.434	1.328	1.351	1.319
Std	5.299	2.388	2.829	2.386	2.314
Min	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Q25	0.149	0.000	0.000	0.000	0.000
Med	1.759	0.682	0.483	0.723	0.740
Q75	7.683	1.806	1.559	1.686	1.587
Max	12.248	26.279	61.500	52.660	32.667

Error! Reference source not found.呈现了不同投资经验（年）组别样本投资者的处置效应。同样，与直觉相反，经验越丰富的样本投资者处置效应越强烈。这可能与经验造成的过度自信有关：投资时间较长的样本投资者在过度自信的驱使下，为了使得自己的账面实现盈利较多，更加倾向于出盈保亏。至此，研究假设 H1 的四条子假设全部得到了证实或者证伪。

表 5 投资者经验与处置效应

experience	<1	1~3	3~5	5~10	>10
Mean	1.094	1.318	1.352	1.440	1.421
Std	2.068	2.234	2.825	2.682	2.646

Min	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Q25	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Med	0.471	0.682	0.580	0.719	0.704
Q75	1.419	1.606	1.594	1.751	1.723
Max	32.667	22.236	52.500	52.660	61.500

四、处置效应的影响

4.1 处置效应的影响

本章探究处置效应的影响。首先，本文采用反事实分析，分别观察投资者实现浮盈后和产生浮亏后，该股票的后续表现，进而得出投资者本可以通过提早实现浮亏、多等待浮盈的仓位继续增长来优化自身投资表现的结论。其次，本文采用面板回归，探究投资者处置效应对投资损益的直接影响。

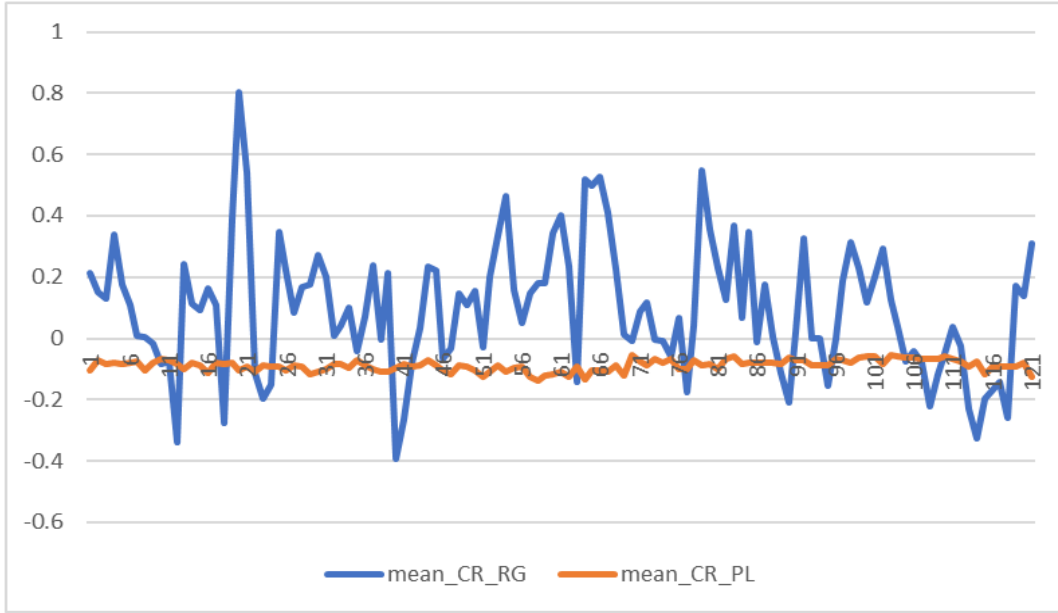
图 2 绘制了投资者在实现盈利与浮亏分别发生后，120 天内每天的平均股票简单累积收益率。其中，蓝线表示实现盈利发生后，后续的累积收益率；橙线表示浮亏发生后，后续的累积收益率。

可以发现，在实现盈利后一周内，股票有至少一次继续上涨的可能，3 周内则为 2 次。此外，长期持有浮盈股票，平均而言，在 120 天内并不会导致持续性亏损；相反，继续持有盈利则是可持续的。如果投资者不急于卖出浮盈的仓位，那么其有可能继续获利。

而在浮亏发生后，在平均意义上，浮亏的股票并不会有起色，而是持续性地处在浮亏状态，继续持有亏损股票在 120 天内并不能帮助投资者扭亏为盈。如果投资者趁早卖出浮亏的仓位，则有机会开始新的投资，避免浪费资金在浮亏且扭亏无望的仓位上。

因此可见，如果投资者克服出盈保亏的倾向，那么有可能进一步扩大浮盈、减少浮亏，及时止损。这从反面说明，处置效应对投资者的收益存在潜在的巨大影响。

图 2 实现盈利与浮亏发生后股票的简单累积收益率



为了更准确地研究处置效应对投资者交易盈亏的影响，本文采用面板回归的方法，以投资者每月的资产组合盈亏为因变量，投资者该月或上月的处置效应为因变量，进行回归。为了降低盈亏量纲产生的影响，本文将资产组合盈亏的绝对值对数化。此外，为了缓解不可观测因素在同一账户内不同时间之间的相关性，本文在账户层面对标准误进行了聚类处理。

主要结果在表 6 中呈现。第 (1) 列报告了预测回归的结果，即以滞后一个月的处置效应为自变量的分析结果。回归系数显示，处置效应每增加一个标准差，投资收益下降约 9%。而如果当月的处置效应增加一个标准差，投资收益则会降低惊人的 14%。在控制了年月固定效应后，这一估计量仍然在统计和经济意义上显著。

回归的分析结果进一步说明，研究假设 H4 得到了验证：处置效应造成了投资者相当一部分的亏损，是投资者获取稳定收益的绊脚石。为了获取更高收益，投资者必须克服处

置效应。

表 6 处置效应与投资盈亏

PNL	(1)	(2)	(3)
DOD(t-1)	-0.036** [-2.102]		
DOD(t)		-0.055*** [-3.880]	-0.042*** [-3.007]
Constant	-6.227*** [-71.692]	-6.469*** [-83.894]	
N	40,237	46,194	46,194
Year-month FE	No	No	Yes
Adj R^2	0.0001	0.0003	0.049

五、投资者配置偏好与处置效应

5.1 投资者配置偏好与处置效应

本章，本文深入探究具有何种投资组合配置特征和偏好的投资者更倾向于体现出处置效应。这有助于本文深刻理解处置效应在不同投资者上的异质性，也有助于本文将处置效应和投资者的资产配置行为联系起来考虑，为投资者提供具体可行的实操建议，也能将处置效应背后的理论挖掘得更为清晰。

本文主要考虑两个方面：投资者资产配置的分散程度、投资者整个资产组合的彩票性质。

投资组合的分散程度一定程度上可以体现投资者的风险偏好；而投资者整个投资组合的彩票性质则可以在一定程度上体现投资者对尾部事件主观赋予的概率权重。

这两方面恰恰映射了 **Khaneman** 和 **Tversky** 的累积前景理论（1992）中两个核心的组成部分：前景效用函数、主观概率加权。因此也有助于本文理解处置效应的内部机理。

具体来说，本文以处置效应为因变量、以赫芬达尔—赫希曼指数（**Herfindahl-Hirschman Index, HHI**）和彩票性质（**Lottery**）分别作为自变量，进行面板回归。

每个月末，本文对每个投资者的股票投资组合计算 **HHI** 和 **Lottery**。其中，**Lottery** 的计算方式参照 **Yu et al. (2021)**，为组合内每只股票 **Lottery** 的加权平均。单只股票的 **Lottery** 为以下三个指标的 20 分位数（**vigintile**）之和：异质性波动率、异质性偏度、名义股价。

不同于 **Yu et al. (2021)**，由于动量因子在中国股市并不明显有风险溢价，本文采用 **Fama-French** 三因子模型计算异质性波动率。

DODR

DODD

	(1)	(2)	(3)	(4)
HHI	-0.943*** [-17.425]		-0.026*** [-12.139]	
Lottery		0.006*** [4.064]		0.0003*** [4.545]
Constant	1.603*** [38.183]	0.922*** [19.534]	0.007*** [4.773]	-0.016*** [-8.489]
N	41,068	39,945	68,006	65,070
Adj R ²	0.009	0.0004	0.003	0.0004

报告了回归结果，其中前两列使用比值的方式计算处置效应，后两列作为稳健性检验，使用差值方式计算处置效应。

从第（1）列可见，投资者资产组合配置得越集中，处置效应越弱，假设 H₃ 得到了验证；投资者资产组合配置得越分散，处置效应越强。投资者分散化投资，是一件好事，可以分散非系统性风险；但另一方面，倾向于分散化的投资者可能本身风险厌恶程度较高，从而导致其容易产生处置效应。但因果关系则有待更为严谨的检验，本文这里更加关注相关关系。由此，我们可以得出一条与以往研究有一些区别的、更为具体的投资建议：投资者应当同时注重分散化投资以及克服处置效应的倾向。

从第（2）列可见，投资者组合配置的彩票性质越明显，处置效应越强，假设 H₄ 得到了验证。一种直观的解释是，投资者想要博取小概率的高收益，从而配置彩票型股票，但其也忽视了彩票型股票容易产生亏损，于是当其投资组合出现亏损时，投资者选择继续持有浮亏头寸，等待反弹。当然，这一因果关系仍然需要更为严谨的检验，我们这里针对相关关系给出投资建议：投资者应当尽量避免将大部分资金配置到彩票型股票上，而应当适当配

置安全边际高的标的。

表 7 资产组合特征与处置效应

	DODR		DODD	
	(1)	(2)	(3)	(4)
HHI	-0.943*** [-17.425]		-0.026*** [-12.139]	
Lottery		0.006*** [4.064]		0.0003*** [4.545]
Constant	1.603*** [38.183]	0.922*** [19.534]	0.007*** [4.773]	-0.016*** [-8.489]
N	41,068	39,945	68,006	65,070
Adj R^2	0.009	0.0004	0.003	0.0004

总而言之，风险厌恶和赌博偏好与处置效应相关联，可能导致较高的处置效应。投资者应当在分散化投资的同时，降低彩票股票的配置比重，进而帮助自己克服处置效应、获取更高收益。

六、研究结论与政策启示和建议

6.1 研究结论

本文研究使用的个人投资者交易数据来自 F 证券公司某营业部,包括 2019 年至 2021 年期间该公司 13000 余名投资者交易和持仓数据为研究样本,研究投资者处置效应的主要性质。

本文发现,投资者的处置效应造成了相当一部分交易损失。通过分析投资者个人特征,发现风险评级与投资者处置效应之间存在一定的相关性,这印证了处置效应与风险厌恶的关系。

通过实证分析,本文得出投资者的投资组合分散程度与处置效应负相关、投资组合彩票性质与处置效应正相关。

由此,本文得出针对散户投资者的投资建议:在分散化投资的同时,有意识地克服出盈保亏的倾向;侧重于配置安全边际高的股票,减少对于彩票型股票的配置。

6.2 政策启示

而目前我国证券市场存在信息披露不及时,有些信息提前泄漏,市场上各种消息混杂在一起,让投资者很难认识到那些是真,那些是假。羊群行为产生的主要原因就是信息不完全,由于未来状况的不确定,导致了人们的判断力出了问题,因而才有了从众的盲动性。

当上市公司或者政府部门公布重大一些重大信息前,有些“知情人士”可以在第一时间得到消息来拉抬股价,造成股票大幅的上涨或者下跌,这就在于消息面的获取问题,还有另一个问题就是内幕交易方式,导致股价的提前波动,最后形成了低位出利空,高位出利好,股价却在利空中大涨,利好中大跌的情形出现。因而,一部分“不怀好意的投资者”将利

用这一现象,在市场中散布消虚假信息,诱使其他投资者以竞争性方式买入或卖出,以达到牟取暴利的目的。然而,上市公司未能及时澄清市场上的虚假信息,最终损害了部分投资者的利益。因此,上市公司信息披露人应当贯彻信息披露的“公开、公平、公正”的原则,同时确保信息披露的及时性和真实性,减少资本市场信息不对称,使投资者形成稳定的预期。同时监管部门加大违法违规行为监管惩处力度,提高信息披露质量及时推出有效的做空机制。

目前,中国证券市场的卖空机制还不完善,因为它只有被动卖空,没有主动卖空。被动卖空的目的是规避风险。空头投资者资金闲置,资本增值要求暂时无法实现,一般来说投资者很少乐意做空卖出股票。只有当相关证券上涨时,投资者才能获利。这种交易似乎是一场“击鼓传花”的游戏。每个投资者都担心“花”最终会落到自己手中,导致进行了非常频繁的交易,从而造成证券市场的急涨急跌。而在急涨急跌的行情中,大多数投资者无法通过有

效的

卖空机制来减少价格与价值的严重背离。因此,我国有必要后续推出 T+0,裸卖空机制,通过这种做空机制可以有效的避免系统性风险,抑制一些过度风险非理性行为。一些成熟的外资市场几乎都有卖空机制。可以说,卖空机制是成熟市场不可或缺的一部分。当然,我国股票市场还不健全,因此,卖空机制的启动时间仍有必要经过多方面的思考。

为了加强机构投资者的队伍,机构投资者在信息获取、定价能力、投资经验和策略方面比中小投资者具有明显优势。因此,由中小投资者主导的非理性市场将比由机构投资者主导的市场更强。对于我国的证券市场,机构客户近几年快速增长,2022年机构客户的交易占比38.2%,然而,与发达的美国股市相比,中国的机构投资者数量仍然不足。中国

目

前的股市仍然是中小投资者主导的市场，机构投资者尚未占据主导地位。因此，仍有必要继续扩大中国机构投资者的队伍。

6.2.1 深化中小投资者教育

对于以中小投资者为主的国内证券市场而言，整体质量不高，风险意识较弱，交易时非理性情绪较为严重，特别容易追涨杀跌。因此，我们应该加强对中小投资者的教育。社会上

所有金融机构和监管机构都应以各种方式向中小投资者普及证券投资的基本知识，灌输理性投资。并鼓励中小投资者通过基金购买等间接投资参与股市。此外，中小投资者还应主动学习证券投资相关知识，不断提高投资能力和技能，避免一些盲目跟风的非理性行为。

加强监督。当证券市场存在违法违规行为，股价异常波动时，如果监管不到位，投资者可能会误认为股价波动是价格对信息的反应，甚至认为监管部门可能默许这种行为，这可能会导致投资者的一些非理性行为。因此，要加强监督执法水平，发现一起，惩罚一起。

目前，已经建立了较为完善的监管体系，颁布了《公司法》、《证券法》、《基金法》、《期货法》等相关证券投资法律法规。目前，可以说现在，确保严格监管执法，实施监管执法，切实保护投资者利益至关重要。

如果中国的股票市场在制度上、投资者、监管监督和其他方面都可以改进，所以相当许多非理性行为将得到有效遏制。本文也坚信，通过上述政策的实施，中国股市将实现快速发展。

投资者非理性行为的政策启示和策略建议是证券市场的一把“双刃剑”。一方面，非理性行为可以为市场提供流动性，发挥“鲶鱼效应”，这是证券市场不可或缺的一部分。如果证

券市场不存在非理性行为，那将是一个什么样的市场？标的证券的价格每天保持不变？这样的市场如何在经济中发挥作用？另一方面，非理性行为会导致证券价格和价值的严重偏离，这将严重侵犯投资者的利益。在严重的情况下，它将引发金融危机。因此，一个有太多非理性行为的市场无法很好地发挥其作用。因此，只有当非理性和理性在市场中得到平衡，才能形成真正有效的市场。一些学者对中国证券市场建设政策的研究表明，国内证券市场是一个典型的弱有效市场，这不仅体现在证券的价格和信息上，也体现在中国证券市场严重的非理性投资行为上，且暴涨暴跌现象普遍存在。一个高度非理性的市场必然是一个效率低下的市场。因此，为了提高中国证券市场的效率，加快中国证券市场发展，防止非理性繁荣，必须合理规范国内投资者的非理性行为。因此，本文从非理性行为研究的角度，可以得出如下政策启示：完善信息披露制度。信息是投资者博弈的基础、证券定价的基础、投资收益的关键，是维护市场秩序的必要前提。

6.3 对投资者的投资策略建议

1. 树立投资者正确的价值观，提高投资者的心理素质，证券市场的投资活动，心理因素对于交易影响很大，特别在我国的证券市场，交易制度不是很完善，市场不是特别成熟，一有风吹草动，很容易出现暴涨暴跌，加上监管也不是非常完善，投资者投资的关键在于心理，所以，投资者应该提高自己的心理素质，应该树立良好的价值观，避免追涨杀跌情绪的蔓延，不要以涨为喜，不以跌为悲，建立良好的个人投资理念，形成一套符合自己的投资决策的系统，不盲目的追涨杀跌，要尊重市场，敬畏市场。降低情绪对于投资决策的影响。

2. 注重投资者的理论知识学习和风险意识教育，证券投资是一门专业性很强的学科，它包含着多个领域的。进入的门槛虽然不高，但是实际操作起来需要很多专业知识。投资

者在入市之前，应该掌握一定的金融基础知识，同时增强自己的风险意识。当难以克服自身的行为偏误时，考虑被动投资，将资金交给专业人士打理。一方面，被动投资有助于投资者稳定获利，另一方面，被动投资也能增加券商的获利，所以被动投资理念和被动工具的推广，从总体福利角度而言是一种帕累托优化。

建议投资者通过自身学习掌握下面的一些交易策略，降低成本，譬如说成本平均策略、时间分散策略、反转投资策略、动量交易策略、

6.3.1 成本平均策略

成本平均法投资理论要求投资者坚持定期投入相同金额的资金。它的主要目的是免去对于选择市场时初以及选择资产配置-选择最佳板块的要求。投资者将钱分成许多部分，并以不同的价格逐步买入或卖出,从而降低投资成本和投资风险。这种策略是为投资领域的后悔心理而设计的。投资者看好一个投资标的，一次性买入或卖出标的，如果股价大幅波动，投资者可能会后悔，股价上涨后没有钱买，或者他们卖得太早了。若按本策略,跌时继续买入投资标的,涨时还有卖出相关标的。这样能有效的避免投资者后悔,又能让投资者有投资愉悦感。

6.3.2 时间分散化策略

时间分散策略是指投资者在年轻时被建议以较大比例投资股票，然后根据投资股票的风险会随着投资期限的延长而降低的信念逐渐降低这一比例的投资策略。个人投资者和机构投资者都认为时间分散会降低风险。这种策略是为短视的风险规避而设计的。很多投资者之所以投资回报率低，是因为他们过于关注所谓的短期风险，频繁进行操作，导致亏损。如果他们长期买入并持有数年，他们可能会获得更高的回报。相关研究表明，延长时间

可以有效分散证券投资风险。1998年，Ibbotson 和 Associate 研究了从 1 年到 20 年的不同时间范围内的股票收益。结果发现，时间分散的影响，长期持有资产可以降低损失风险，并认为如果期限为 15 年或更长，他们基本上可以获得非负回报。实务中发现，相当一部分投资者存在炒基金的现象，最终仍会导致亏损。所以，被动投资并非一本万利，还要辅以长期投资和价值投资的思维才能最终获利。

6.3.3 反转投资策略

反向投资策略意味着投资者购买之前表现不佳的投资目标，并在很长一段时期内出售之前表现不佳。这种投资策略是基于投资者自身的过度反应。投资者对一些公开信息反应过度，导致投资目标严重偏离基本价值。这种情绪导致低估或高估投资目标。过去，那些表现不佳的投资目标被该策略视为低估，而那些过去表现良好的投资目标则被视为高估。一段时间后，投资目标将恢复到其合理价格，投资者的投资回报将逆转。本质上，逆向投资策略更注重投资目标的基本价值。

从实务经验来看，相当多的投资者倾向于保亏多于出盈。因此，盘活浮亏股票有助于投资者增加获利，走出浮亏的泥淖。具体而言，对于长期不参与交易的浮亏股票，可以进行低买高卖，并遵照严格的止盈止损点，最终达到盘活的目的。

6.4 本文的创新与不足

在创新方面，本文并非简单引用和参考，而是结合 F 证券公司相关数据，结合投资者各种非理性行为做深入研究，对于其中的实证方法思想和投资经验来描述概念和理论。第二个创新是，从这项研究中得出的结论和建议可以接近现实。通过对投资者非理性行为的研究和我国证券市场的发展现状，得出了一些政策启示，并对广大投资者提出了一些方法建议。

当然,本文也存在不足之处。本文对投资者处置效应及其异质性是针对 F 证券某营业部的数据,数据样本还是有局限性的。

参考文献

- [1] Barberis N, Xiong W. What drives the disposition effect? An analysis of a long-standing preference-based explanation[J]. *the Journal of Finance*, 2009, 64(2): 751-784.
- [2] Barberis N, Xiong W. Realization utility[J]. *Journal of Financial Economics*, 2012, 104(2): 251-271.
- [3] Daniel K, Hirshleifer D, Sun L. Short - and Long- Horizon Behavioral Factors[J] *Review of Finance*, 2020 (33) : 1673 – 1736.
- [4] Fama E F, French KR. Common risk factors in the returns on stocks and bonds [J] *Journal of Financial Economics*, 1993, 33 (1) : 3 – 56.
- [5] Grinblatt M, Han B. Prospect theory, mental accounting, and momentum [J] *Journal of Financial Economics*, 2005 (78) : 311 – 339.
- [6] Hu C, Liu Y J, Xu X, et al. Priming and Stock Preferences: Evidence from IPO Lotteries[J]. PBCSF-NIFR Research Paper, 2019.
- [7] Imas A. The realization effect: Risk-taking after realized versus paper losses[J]. *American Economic Review*, 2016, 106(8): 2086-2109.
- [8] Itzhak Ben-David, David Hirshleifer. Are Investors Really Reluctant to Realize Their Losses? Trading Responses to Past Returns and the Disposition Effect [J] *The Review of Financial Studies* . 2012 (8)
- [9] Jegadeesh Narasimhan, Titman Sheridan. Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency [J] *The Journal of Finance* . 1993 (1)
- [10] Kahneman D, Tversky A. Prospect theory: An analysis of decision under risk [J] *Econometrica*, 1979 (47) : 263 – 91.
- [11] Kahneman Daniel; Tversky Amos, On the interpretation of intuitive probability: A reply to Jonathan Cohen [J] *Cognition* Volume 7, Issue 4. 1979. PP 409-411
- [12] Kenneth A. Kim; Pattanaporn Kitsabunnarat; John R. Nofsinger, Ownership and operating performance in an emerging market: evidence from Thai IPO firms[J] *Journal of Corporate Finance* Volume 10, Issue 3. 2004. PP 355-381

- [13] Liao J, Peng C, Zhu N. Extrapolative bubbles and trading volume[J]. The Review of Financial Studies, 2022, 35(4): 1682-1722.
- [14] Richard Thaler, Mental Accounting and Consumer Choice [J]The New England Journal of Medicine Volume 303, Issue 21. 1980. PP 1239
- [15] Shefrin Hersch M, Statman Meir, Explaining investor preference for cash dividends [J]. Journal of Financial Economics Volume 13, Issue 2. 1984. PP 253-282
- [16] Stambaugh, R. F. and Y. Yuan. Mispricing factors, Review of Financial Studies [J] 2017 (30)
- [17] Terrance Odean, Are Investors Reluctant to Realize Their Losses? [J]The Journal of Finance Volume 53, Issue 5. 1998. PP 1775-1798
- [18] Wen-I Chuang, Rauli Susmel. Who is the more overconfident trader? Individual vs. institutional investors [J] Journal of Banking and Finance . 2010 (7)
- [19] 陈浪南, 陈文博. 中国股市非对称 V 字形处置效应的实证研究[J]. 管理工程学报. 2020(01)
- [20] 李学峰, 何林泽, 沈宁. 我国开放式证券投资基金与 QFII“处置效应”比较——基于“买卖周期时间”统计量视角的实证研究[J]. 证券市场导报. 2010(09)
- [21] 李建标, 牛晓飞等, 处置效应和买回效应都是后悔导致的吗?——实验经济学的检验 [J]. 经济学, 2019, 18(04): 1465-1488
- [22] 陆蓉, 李金龙. 中国投资者的股票出售行为画像——处置效应研究新进展[J]. 管理世界. 2022, 38(03): 59-78
- [23] 兰俊美, 郝旭光, 卢苏. 机构投资者与个人投资者非理性行为差异研究[J]. 经济与管理研究. 2019(06): 1107-1121
- [24] 屈正阳. 个人投资者处置效应的存在形式研究[J]. 中国物价. 2018(07)
- [25] 王志强, 苏刚, 张泽. 投资者特征与处置效应——来自中国 A 股融资交易的证据[J]. 财经问题研究. 2016(11)
- [26] 伍燕然, 黄文婷, 苏淞, 江婕. 基金投资者处置效应的个体差异[J]. 国际金融研究. 2016(03)
- [27] 张春霞, 刘淳, 廖理. 是什么使我们陷入非理性陷阱[J]. 统计研究. 2013(08)

[28] 张云亭,张伟强,廖理.融资投资者更不愿意实现他们的亏损吗?——来自中国股票市场“两融”交易数据的实证研究[J]. 中国经济问题. 2019(04)