

个体特质、信息获取与风险态度

——来自中国股民的调查分析

尹海员 李忠民*

摘要: 本文利用中国6个城市的733位股市投资者的调查数据,分析了投资者的风险偏好状况及其影响因素。研究显示,我国投资者的总体风险态度是风险规避型的,进一步的多变量Logit回归分析发现,投资者的部分个体特质(比如受教育程度、职业)、个人财富状况会显著影响投资者的风险偏好;投资经验的积累会降低其风险系数。一个创新的研究结果是投资者获取信息的渠道和对媒体的信任程度会对投资者风险态度有显著影响,具体来说,信息来源更为丰富的渠道会提高投资者的风险偏好程度,而对新闻媒体的信任程度越低,风险偏好程度也会提高。这些研究结论对券商有针对性的进行客户管理、证券监管部门加强投资者的风险控制、新闻媒体的监管等等,都有重要的政策意义。

关键词: 风险态度 信息获取 投资行为 证券监管

一、引言

截至2009年12月底,中国A股总市值已达24.27万亿元(折合3.57万亿美元),成功超越日本,成为继美国之后的全球第二大市值市场。按照2009年底我国国内生产总值(GDP)规模33.53万亿元计算,资产证券化率在我国已经达到了72.36%左右。^① A股有效自然人账户数量达1.179亿,其中最近一年参与交易的账户有6576.33万户,投资额在1万元以上的账户占比68.85%。^② 这表明我国个人投资者作为股市的主体力量,已经成为庞大的群体,其行为在社会经济生活中的重要性不断增加。与证券市场中不断提高的个人投资者比例相对应的问题是:我国个人投资者的风险态度如何? 风险态度与什么因素相关? 在不同的风险态度下,投资者的信息处理方式存在不同吗? 如果能有效解答这些问题,不仅可以更好地理解证券市场中投资者的行为规律,也有利于更有效的市场监管制度的构建和实施(尹海员、李忠民,2009)。

投资者决策行为实际上是一个高级的心理认知过程:外在各种经济变量的表象特征作为信息源进入投资者脑海,并进行加工,根据加工结果做出投资决策。决策过程不但会受到信息源的影响,还受投资者自身风险态度的影响,这样了解投资者的风险态度就非常重要。行为金融理论风险态度对投资决策的影响给出了大量的解释和结论,Staw(1981)、Laughunn和Payne(1984)、Aikes和Blumer(1985)等证实了个人的风险态度对投资沉没成本的影响;Shiller(1990)主要研究了股市中投机价格、流行心态和风险态度之间的关系;Eakins和Graham(1998)利用1988-1991年间美国投资者的持股数据来验证投资者特征是否具有审慎性,他们的研究发现投资者偏好持有β值大、流动比率高、市值大、资产周转率高、换手率高和获得S&P评级的股票。风险态度对投资者的决策影响研究,较全面的总结参见一些以行为金融为主题的回顾性文献,如Rabin(1998)、Shefrin(2000)、Shiller(2002)、Shleifer(2003)、Hirschleifer(2005)等。

既然风险态度对投资者的决策有着重要的影响,那么风险态度本身由哪些因素决定? 一个基本的共识

* 尹海员、李忠民,陕西师范大学国际商学院,邮政编码:710062,电子信箱:yinhaiyuan@snnu.edu.cn

本文受教育部人文社会科学研究青年基金项目“基于投资者行为分析的我国证券市场监管研究”(项目批准号:06JC790027)和陕西师范大学211工程第三期建设项目资助。作者感谢匿名审稿人的宝贵意见,当然文责自负。

①数据来源于中国金融网(<http://www.zqjw.com>),同时考虑到A、B股投资条件的差异性,本文下面的数据和调查结果都针对A股市场。

②数据来源于中国证券登记结算有限责任公司《业务月报(2009.12)》(<http://www.chinaclear.cn>)。

是:风险态度与投资者的个体特质是分不开的,同时投资知识的增加也会影响风险态度。Eckel和Grossman(2002)通过对204名从事商业与经济相关职业的美国被试者的实验室测试发现,在面临不确定性选择的时候,女性比男性具有更强的风险规避动机:女性选择低风险的被试选项的概率是男性的四倍,而选择高风险的概率仅为男性的三分之一。同时无论对于男性或者女性被试者,他们的实验并没有发现明显的“损失厌恶效应”(Tversky and Kahneman, 1991)。这种对风险过分的规避导致女性投资者更偏好于投资收益率更低的养老基金等投资组合,进而使女性在证券市场上的投资效果低于男性(Levy and Cohen, 1999)。证券知识掌握程度也会影响人们对于股市的看法和风险态度,Leiser和Levy(2004)的研究发现对经济金融知识外行的人更容易把股市看做一个投机赌博的场所,而不是一个风险配置的场所。对投资者提前进行金融知识的教育有助于改变其对证券市场的偏见和树立正确的风险态度。Keller和Siegrist(2006)则从风险态度、成就感、收入水平、对股市盈利的道德观^①和性别五个方面对瑞典居民的投资行为做调查研究,他们的研究表明,风险态度与所有投资者的投资行为显著正相关;对股市盈利的道德观与投资行为呈显著负相关;收入水平与男性投资者的风险态度有明显的正相关关系,而对女性却不明显;成就感与风险态度和投资行为没有明显的关系。

类似的研究结论对中国投资者是否适用?国内对个人投资者的风险态度与行为规律的研究集中于应用国外渐趋成熟的行为金融理论在中国证券市场中进行实证检验和应用研究。文献见张峥等(2005)、李心丹等(2008)、攀登等(2008)。在我国投资者风险态度方面比较重要的研究成果有:吴卫星和齐天翔(2007)通过实证研究,发现中国居民投资的财富效应会增加居民投资股市的概率和深度,使其风险态度变得更加激进;刘善存和许敏(2007)运用上证50成份股高频交易分笔数据检验了我国股市收益率的波动率的变化与风险态度的关系,结果表明股票价差能显著影响投资者的风险态度,投资者不仅对股票收益的波动性敏感,对股票收益波动性的变化也有一定的敏感性;谢晔等(2008)运用心理特征量表和问卷对300位投资者进行调查访谈,发现不同人口统计学特征的投资者的心理特征有显著差异,而且普遍存在诸如风险厌恶、后悔厌恶、过度自信和羊群行为等认知偏差。李涛和郭杰(2009)基于中国城市居民的投资行为调查数据发现,社会互动程度较低的居民对股市风险的主观感知程度较高,其风险厌恶系数较大,反之当居民社会互动程度较高时,风险厌恶系数较小。

但是总的来说,针对中国特定的环境下,我国股市投资者的风险态度的影响因素及其规律的调查研究相对较少。本文通过我国股市投资者的调查,分析其个体特质、财富特征对风险态度的影响,信息获取与风险态度的关系,通过有限的探讨,揭示中国投资者风险的内在影响机制,并在此基础上提出有利于我国股市健康发展的一些建议。

二、数据样本和变量设计

本文使用的数据来自于陕西师范大学行为金融研究所2010年1-3月所进行的“我国股民投资行为调查”项目,该项目调查了西安、北京、宁波、石家庄、海口、平顶山六个城市的867位股市投资者。调查采用问卷法,利用证券公司营业场所访谈、电子邮件和电话等方法,在确保不泄露个人隐私信息的条件下,详细调查了投资者的个体特质、财富特质、信息获取、风险态度等问题。在调查中采取自愿、客观原则,调查之前向被调查者表明身份,并详细介绍问卷调查的相关情况和用途,希望被调查人配合。这样的工作避免了一些调查者的随意填写,保证了问卷的质量,在数据整理阶段,又剔除了134份回答不全面或者不可靠的问卷,最终有效问卷样本共计733份。

本文目的在于考察我国股民的风险态度决定因素,因此如何衡量股民风险态度是一个重点。下面分别对股民风险态度指标以及问卷中涉及的其他分析变量进行说明。

(一) 风险态度的衡量

对投资者风险态度的测度最常用的方法是彩票试验法(Steven and Mohamed, 1992)。通过设置一个虚拟的彩票游戏测试被试者愿意支付的成本,再在期望效用框架下计算其相应的Arrow-Pratt绝对风险规避

^①对股市盈利的道德观是指投资者对从股市中赚取的利润的看法。最近的研究证明许多投资者认为投资股票赚取的利润是不道德、不公平的,是靠投机和赌博赚取的收益,而不是通过正常的工作劳动(Weber 2002; Wood and Zaichkowsky, 2004)。

指数。^① 这种方法有其优点,比如对效用函数没有任何主观假设,指数取值包括了所有的风险态度等等。但是也有一些缺陷:第一,实验机制决定的中奖概率和奖金大小会明显影响被试者的风险态度^②;第二,这种方法对被试者的风险态度衡量的结果是每个中奖概率区间风险规避指标的均值,而不是精确数值;第三,也是最重要的,彩票实验中得出的被试者风险态度能否直接应用于证券市场投资者的风险衡量上值得商榷。在实验中,对实验机制的熟悉程度和经验会影响风险态度,导致更加风险规避的学习效应明显存在。^③ 而真实的证券市场参与者众多,机制更加复杂,信息不对称现象更为明显,投资者的风险态度跟实验中得出的风险态度可能存在较大差异。

基于以上考察,本文采用改进的 Hube(1998)方法,通过问卷评分方法测度投资者风险态度。Hube问卷最大的特点是抛弃情景假设,直接进行计算式提问,对被调查者的回答结果进行打分并判断其风险态度。我国证券市场相较于美国证券市场,存在运行机制和投资品种类等方面的差异,所以本文在保持 Hube 问卷结构不变的前提下,对提问内容进行了改进,重新设计了 9 个问题,这些问题更符合我国证券市场的实际现状。问卷采用 3 分制量表的方式,最终得分在 9~27 分之间,表示为风险态度 (*risk attitude*)。这种衡量风险态度的方法有效避免了上述彩票试验法的缺陷,使得我们对投资者的风险测度最大程度的符合真实水平。

(二)控制变量

本文的控制变量指标包括 4 大类:投资者个体特质、财富特征、投资经验和信息获取。其中个体特质的控制变量包括性别、年龄、教育程度、职业;财富特征的控制变量包括收入水平、股市投资目的、入市资金占总财富比重、投资失败对生活的影响程度;投资经验的控制变量包括入市时间、对财务知识的掌握能力、自信水平、参加投资培训的状况;信息获取的控制变量有决策依据、受外界影响的因素、获取信息的渠道、对媒体的信任度。所有的分析变量包括 4 大类共 16 个变量,具体的变量释义见表 1。

表 1 控制变量释义

	变量名称	变量含义	变量赋值
个体特质	<i>male</i>	性别	0 女性; 1 男性
	<i>age</i>	年龄	1 30 岁以下; 2 30~40 岁; 3 40~50 岁; 4 50 岁以上
	<i>education</i>	教育程度	1 小学以下; 2 高中或中专; 3 专科; 4 本科以上
	<i>vocation</i>	职业	1 公务人员; 2 国有企业; 3 私营外企; 4 在校学生; 5 下岗离退休; 6 自由职业
财富特征	<i>income</i>	月收入水平(元)	1 1 000 元以下; 2 1 000~3 000 元; 3 3 000~5 000 元; 4 5 000 元以上
	<i>aim_invest</i>	股市投资目的	1 提高现有生活水平; 2 子女教育; 3 社会参与感; 4 减轻未来生活压力; 5 安排退休生活
	<i>pro_stock</i>	入市资金占家庭财富比重	1 10% 以下; 2 10%~30%; 3 30%~40%; 4 40% 以上
	<i>affect</i>	投资失败对生活的影响程度	1 没有很大影响; 2 显著影响
投资经验	<i>span_invest</i>	入市年限	1 2 年以下; 2 2~5 年; 3 5~10 年; 4 10 年以上
	<i>know_finance</i>	财务知识	1 完全理解; 2 基本理解; 3 部分理解; 4 完全不理解
	<i>confidence</i>	对投资的自信水平	1 非常不自信; 2 不自信; 3 自信; 4 非常自信
	<i>train</i>	投资培训(次/月)	1 超过 4 次; 2 2~3 次; 3 1 次; 4 从来不参加
信息获取	<i>according</i>	决策依据	1 财务指标; 2 技术分析; 3 媒体推荐; 4 朋友推荐; 5 随机决策(跟着感觉走)
	<i>infection</i>	受外界因素影响程度	1 自己有独立判断; 2 偶尔听从外界意见; 3 所有的决策都是外界推荐的结果
	<i>channel</i>	信息来源渠道	1 电视; 2 报纸; 3 专家咨询; 4 熟人消息; 5 网络
	<i>trust_in_media</i>	对媒体的信任度	1 非常信任; 2 信任; 3 一般信任; 4 完全不信任

注:根据调查数据的分析,所有回归变量的相关系数都小于共线性存在的临界值 0.7(Link, 2002),限于篇幅,此处省略了相关分析结果。

①比如吴卫星和齐天翔(2007)、李涛和郭杰(2009)。

②在为虚拟而非现实的游戏定价时,被试者通常会给出非常低的支付价格,这样计算的风险态度可能高估了被试者的真实风险态度。更详细的影响机制可以参阅谢识予,2007:《两次风险态度实验研究及其比较分析》,《金融研究》第 11 期。

③这种效应的存在性在 Binswanger(1980)对印度农民的实验, Holt 和 Laury(2002)以及 William(2007)的实验结果中都得到了验证。

三、实证分析

(一)描述性统计分析结果

表 2 给出了主要变量的描述性统计结果。

表 2 变量描述性统计结果

变量	赋值	频数	百分比	累计百分比	变量	赋值	频数	百分比	累计百分比
<i>male</i>	0	281	38.3	38.3	<i>knaw_finance</i>	1	68	9.3	9.3
	1	452	61.7	100.0		2	266	36.3	45.6
<i>age</i>	1	270	36.8	36.8		3	351	47.9	93.5
	2	230	31.4	68.2		4	48	6.5	100.0
	3	172	23.5	91.7	<i>confidence</i>	1	156	21.3	21.3
4	61	8.3	100.0	2		181	24.7	46.0	
<i>education</i>	1	49	6.7	6.7		3	216	29.5	75.4
	2	199	27.1	33.8		4	180	24.6	100.0
	3	104	14.2	48.0	<i>train</i>	1	117	16.0	16.0
	4	381	52.0	100.0		2	86	11.7	27.7
<i>vocation</i>	1	96	13.1	13.1		3	180	24.6	52.3
	2	173	23.6	36.7		4	350	47.7	100.0
	3	101	13.8	50.5	<i>according</i>	1	186	25.4	25.4
	4	143	19.5	70.0		2	254	34.7	60.1
	5	111	15.1	85.1		3	169	23.1	83.1
	6	109	14.9	100.0		4	97	13.2	96.3
<i>income</i>	1	182	24.8	24.8		5	27	3.7	100.0
	2	290	39.6	64.4		<i>infection</i>	1	336	45.8
	3	236	32.2	96.6	2		277	37.8	83.6
	4	25	3.4	100.0	3		120	16.4	100.0
<i>ain_invest</i>	1	458	62.5	62.5	<i>channel</i>		1	228	31.1
	2	82	11.2	73.7		2	196	26.7	57.8
	3	84	11.5	85.1		3	52	7.1	64.9
	4	57	7.8	92.9		4	59	8.0	73.0
	5	52	7.1	100.0		5	198	27.0	100.0
<i>pro_stock</i>	1	290	39.6	39.6	<i>trust_malia</i>	1	186	25.4	25.4
	2	217	29.6	69.2		2	88	12.0	37.4
	3	139	19.0	88.1		3	205	28.0	65.3
	4	87	11.9	100.0		4	254	34.7	100.0
<i>affect</i>	1	562	76.7	76.7	<i>risk attitude</i> ^①	9~14	133	18.1	18.1
	2	171	23.3	100.0		15~21	551	75.2	93.3
<i>span_invest</i>	1	300	40.9	40.9		21~27	49	6.7	100.0
	2	172	23.5	64.4	<i>Total</i>	733	100.0		
	3	161	22.0	86.4					
	4	100	13.6	100.0					

篇幅所限,只列举几个重要的变量统计结果。平均而言,*risk attitude*反映出我国投资者的风险态度总体是风险规避型的,只有 6.7%的投资者是风险偏好型的。投资者中男性比例为 61.7%;年龄方面,68.2%的投资者年龄在 40 岁以下,进一步看,30 岁以下的投资者占比 36.8%,这反映了我国股市投资者年轻化的趋势。职业方面,需要注意的是,49.5%的投资者是在校学生、离退休人员和无工作人员。收入方面,96.6%的投资者年收入不超过 6 万元,这反映了我国股市个人投资者的资金实力比较弱小。投资经验方面,64.4%的

①按照 Hube(1998)的评分标准,分数在 9~14 分的为保守型投资者,分数在 15~21 分的为温和型投资者,分数在 22~27 分的为激进型投资者。

投资者入市时间不足 5 年, 47.7% 的投资者从来没有参加过任何投资知识的培训。有 54% 的投资者对信息把握能力是自信的, 这说明一定程度上我国投资者有过度自信的倾向。从信息获取上看, 57.8% 的投资者是通过电视和报纸这两大传统媒体来获取信息的, 但同时有 62.6% 的投资者对公共媒体一般信任和完全不信任, 这反映了我国目前股票市场上的虚假信息、不负责任的报道影响着股民对公共媒体的信心。

(二) 相关性分析结果

本文首先对上述 16 个控制变量与风险态度进行相关性分析, 经过肯德尔 τ 非参数相关性检验, 结果如表 3 所示:

表 3 控制变量与风险态度相关性

控制变量 检验参数		<i>male</i>	<i>age</i>	<i>education</i>	<i>vocation</i>	<i>income</i>	<i>aim_invest</i>	<i>pro_stock</i>	<i>affect</i>
<i>risk attitude</i>	相关系数	-0.079**	-0.115**	0.173**	-0.122**	0.118**	-0.158**	0.04	-0.103**
	概率(双侧检验)	0.012	0	0	0	0	0	0.174	0.001
	<i>N</i>	733	733	733	733	733	733	733	733
控制变量 检验参数		<i>pan_invest</i>	<i>know_finance</i>	<i>confidence</i>	<i>train</i>	<i>according</i>	<i>infection</i>	<i>channel</i>	<i>trust_mall</i>
<i>risk attitude</i>	相关系数	-0.017	-0.021	0.092**	0.079**	0.008	0.095**	0.197**	0.129**
	概率(双侧检验)	0.567	0.483	0.002	0.007	0.776	0.002	0	0
	<i>N</i>	733	733	733	733	733	733	733	733

注: *** 表示在 1% 的水平上通过显著性检验; ** 表示在 5% 的水平上通过显著性检验。

表 3 表明性别、年龄、教育程度、职业等个体特质显著的影响投资者风险态度; 收入水平、股市投资目的、投资失败对生活的影响程度也与风险态度有显著关系; 自信水平和投资培训次数与风险态度有显著关系; 在信息获取方面, 受外界影响的程度、信息渠道和对媒体的信任程度与风险态度有显著相关性。

(三) 投资者风险态度的影响因素

根据以上衡量投资者风险态度的方法, 我们首先检验影响风险态度的因素有哪些。本文的分析变量为 *risk attitude*, 为了便于建立随机效用模型, *risk attitude* 采用虚拟变量的形式, 如果调查得分 > 18 则赋值 1 表示风险偏好, 反之为 0。分三次逐步加入控制变量:

- 1 个体特质变量 (4 个)、财富特征变量 (4 个)①;
- 2 投资经验变量 (4 个);
- 3 信息获取变量 (4 个)。

利用 Logit 回归模型进行检验, 表 4 给出了三组回归结果, 分别对应于上述顺序。模型 (1) 的回归结果显示, 在投资者个体特质里面, 教育程度、职业对风险态度有显著影响。越高的教育程度提高了风险偏好, 这与 Jorgensen (2002)、李涛和郭杰 (2009) 的研究结果一致, 可能是更高的受教育水平使其更易于了解股票投资知识和信息, 从而增加了在股票市场的冒险程度。职业也与风险态度有显著的相关性, 这在以往的文献研究中并没有类似结论。② 在财富特征里面, 收入水平、投资目的、股票投资占家庭财富的比例、投资失败对生活的影响程度四个变量与风险态度有明显的相关关系。其中收入水平、股市投资占家庭财富比例这两个变量与风险态度呈显著正相关, 这与吴卫星和齐天翔 (2007) 的分析结果一致。投资目的与风险态度呈负的回归关系, 进一步的 ANOVA 分析显示, “减轻未来生活压力” 的风险系数最高, “提高现在生活水平”、“子女教育”、“社会参与感” 的投资目的的风险态度次之, 为了“安排退休生活” 而投资股市的投资者风险系数最低。这反映了人们入市的动机如果是保守的, 则越是风险规避的。投资失败对生活的影响变量与风险态度呈显著负相关性, 投资失败对生活有显著影响则越是风险规避的。其他不显著的回归变量主要有性别和年龄。

① 个体特质变量和财富特征变量均为静态变量, 为了简化分析, 将两者同时纳入模型进行分析。另外单独的分析结果表明, 两种方法的结果完全一致。

② 在本文省略掉的 ANOVA 分析结果显示, 在所有的职业类别中公务人员的风险系数最高, 而下岗离退休人员风险系数最低, 一个有趣的结论是在校学生的风险偏好程度较高, 仅次于公务人员。另外限于篇幅, 下面除信息获取方面变量外的其他变量的 ANOVA 分析过程在汇报上也省略掉, 只给出最终结果, 感兴趣的读者可以联系作者索取分析结果。

表 4

投资者风险态度的控制变量的 Logit 回归结果

被解释变量: <i>risk attitude</i>				
解释变量	参数	模型 (1)	模型 (2)	模型 (3)
<i>male</i>	回归系数 (B)	3 642	3 240	2 920
	Sig	(0 056)	(0 072)	(0 088)
<i>age</i>	回归系数 (B)	0 312	0 534	0 220
	Sig	(0 577)	(0 465)	(0 639)
<i>education</i>	回归系数 (B)	0 556**	0 529**	0 543**
	Sig	(0 000)	(0 000)	(0 000)
<i>vocation</i>	回归系数 (B)	0 121**	0 286**	0 161**
	Sig	(0 045)	(0 049)	(0 010)
<i>income</i>	回归系数 (B)	0 495**	0 472**	0 592**
	Sig	(0 000)	(0 000)	(0 000)
<i>aim_invest</i>	回归系数 (B)	- 0 183**	- 0 171**	- 0 218**
	Sig	(0 011)	(0 017)	(0 003)
<i>pro_stock</i>	回归系数 (B)	0 282**	0 302**	0 442**
	Sig	(0 002)	(0 001)	(0 000)
<i>affect</i>	回归系数 (B)	- 0 614**	- 0 576**	- 0 467**
	Sig	(0 006)	(0 048)	(0 043)
<i>pan_invest</i>	回归系数 (B)		0 025	0 009
	Sig		(0 875)	(0 924)
<i>know_finance</i>	回归系数 (B)		- 0 352**	- 0 488**
	Sig		(0 006)	(0 000)
<i>confidence</i>	回归系数 (B)		0 324**	0 292**
	Sig		(0 000)	(0 002)
<i>train</i>	回归系数 (B)		0 350**	0 286**
	Sig		(0 000)	(0 003)
<i>according</i>	回归系数 (B)			2 522
	Sig			(0 112)
<i>infection</i>	回归系数 (B)			0 501
	Sig			(0 479)
<i>channel</i>	回归系数 (B)			0 145**
	Sig			(0 015)
<i>trust_media</i>	回归系数 (B)			0 211**
	Sig			(0 021)
<i>constant</i>	回归系数 (B)	- 3 522**	- 4 834**	- 5 703**
	Sig	(0 000)	(0 000)	(0 000)
<i>Chi-square*</i>	χ^2	75 813	102 339	126 539
	Sig	(0 000)	(0 000)	(0 000)
<i>N</i>		733	733	733

注: * 表示回归方程的有效性经 χ^2 检验, 都通过了显著性检验; ** 表示回归系数的显著性水平为 5%。

进一步加入了投资经验控制变量的模型 (2), 并不影响模型 (1) 回归结果中相关回归变量的显著性水平, 分析结论基本一致。稍有不同的是系数 *B* 的数值有所变化, 其中 *pro_stock* 的系数绝对值增加, 而 *affect* 的系数绝对值降低, 这说明随着投资经验的增加, 使得投资者在同样的情况下会变得更加冒险。从新加入的变量来看, 财务知识越丰富风险程度越高, 这基本与教育程度变量的分析结果一致。而对自己投资水平的自信程度与风险系数呈显著正向回归关系, 对自己投资水平越是自信, 越是风险偏好的。投资培训的次数会显著降低风险系数, 此外投资年限对风险没有太大的影响。

在回归模型 (2) 的基础上加入信息获取因素的回归模型 (3) 得出了与模型 (1)、(2) 一致的回归结果。我们再次发现在模型 (1) 和 (2) 中显著影响风险态度的控制变量, 在模型 (3) 中同样是显著的, 尽管在系数 *B* 上会有所变化。新加入的四个信息获取变量中, 信息获取渠道、对媒体的信任程度对风险系数有显著的正向回归关系, 而决策依据、受外界影响程度两个变量不显著影响风险态度。

股市信息传递是投资者决策的一个重要的环节,信息传递的途径包括媒体、网络、证券信息中介、口头传递等,其中媒体是我国证券信息传递的主要途径。现有文献对信息如何影响投资者决策进行了大量的研究,但信息获取会影响投资者的风险态度吗?这在现有的文献研究中并没有详细讨论。总结模型(3)的回归结果,我们发现,信息获取渠道和对媒体信任程度对投资者的风险态度有显著影响,而且不仅直接影响风险态度,还会影响其他显著性控制变量的回归系数。我们接下来从这两个方面进行实证分析。

(四)信息获取因素对投资者态度的影响分析

1 信息获取因素对其他控制变量回归系数的影响

根据模型(3)的回归结果,信息获取因素加入后,会影响其他显著性控制变量的回归系数 B , 比如, pro_stock 、 $affect$ 、 $know_finance$ 、 $confidence$ 等变量的回归系数绝对值均发生了显著变化。表 5 进行了总结和解释。

表 5 加入信息获取因素后其他控制变量回归系数变化

控制变量	<i>education</i>	<i>vocation</i>	<i>income</i>	<i>aim_invest</i>	<i>pro_stock</i>	<i>affect</i>	<i>know_finance</i>	<i>confidence</i>	<i>train</i>
加入前	0.529*	0.286*	0.472*	-0.171**	0.302*	-0.576**	-0.352*	0.324**	0.350**
加入后	0.543*	0.161**	0.592*	-0.218**	0.442*	-0.467**	-0.488**	0.292**	0.286**
对风险态度的边际影响	增加	降低	增加	降低	增加	增加	降低	降低	降低

注: ** 表示模型中回归系数通过显著性水平为 5% 的检验。

2 信息获取渠道、对媒体信任程度对风险态度的影响分析

上述模型(3)的回归结果显示,信息获取渠道和对媒体信任程度对风险系数有显著的正向回归关系。但是不同的信息获取渠道和对媒体信任程度的差异对投资者风险态度的影响有何不同?接下来我们通过 ANOVA 分析来揭示这些问题。将风险态度的原始得分 $risk_attitude_n$ 作为被解释变量^①, 分别将 $channel$ 和 $trust_media$ 作为控制变量进行 ANOVA 分析, 表 6 给出了分析结果。

表 6 信息获取渠道和对媒体信任程度对风险系数的影响 ANOVA 分析

被解释变量: $risk_attitude_n$					
(I) channel	(J) channel	Mean Difference (I-J)	(I) trust_media	(J) trust_media	Mean Difference (I-J)
电视	报纸	-1.13364	非常信任	信任	-0.45125
	专家	-1.18387		一般信任	-1.50928
	熟人消息	0.04364		完全不信任	-1.05728
报纸	网络	-1.99428	信任	非常信任	0.45125
	电视	1.13364		一般信任	-1.05804
	专家	-0.05024		完全不信任	-0.60603
专家	熟人消息	1.17727	一般信任	非常信任	1.50928
	网络	-0.86065		信任	1.05804
	电视	1.18387		完全不信任	-0.45201
熟人消息	报纸	0.05024	完全不信任	非常信任	1.05728
	熟人消息	1.22751		信任	0.60603
	网络	-0.81041		一般信任	0.45201
网络	电视	-0.04364			
	报纸	-1.17727			
	专家	-1.22751			
	网络	-2.03792			
	电视	1.99428			
	报纸	0.86065			
	专家	0.81041			
	熟人消息	2.03792			

注: 表中 I 表示被比较变量, J 表示比较变量, $Mean\ Difference\ (I-J)$ 表示不同变量对应的风险系数的均值差异水平。本文省略的分析结果表明, $channel$ 的 ANOVA 分析的 F 统计量为 15.775, $trust_media$ 的 ANOVA 分析的 F 统计量为 10.263。两者都通过了显著性水平为 5% 的检验, 说明风险态度在不同的控制变量分类情况下差异是显著的。

①与前面的 Logit 模型不同, 这里采用的是风险系数的实际得分作为 ANOVA 分析的被解释变量, 这样做的目的是使风险系数分布不至于过于集中, 增加 ANOVA 分析的有效性。

表 6 的结果显示, 投资者依赖的信息获取渠道不同, 其风险态度有显著差异。依靠“网络”作为主要信息渠道来源的投资者的风险系数明显高于其他信息渠道, 其次是依靠“专家建议”的投资者, 接下来是“报纸”和“电视”, 风险系数最低的是依靠“熟人消息”的投资者。这说明随着信息来源的丰富, 风险态度会有一定程度的放大。从投资者对媒体的信任程度上看, 对媒体“非常信任”的投资者的风险系数最低, 而随着对媒体的不信任程度加深, 风险系数逐渐增大, 对媒体“非常不信任”的投资者的风险偏好程度最大。这说明对媒体的主观信任程度会扰动投资者的风险偏好, 对媒体的不信任降低了投资者对股票投资风险的主观感知程度。

总结(三)、(四)部分的实证结果发现, 在影响风险态度的因素里, 显著性的控制变量包括: 教育程度、职业、收入水平、投资目的、股票投资占家庭财富的比例、投资失败对生活的影响程度等静态变量, 也包括投资者对财务知识的掌握程度、对自己投资水平的自信程度、接受投资培训次数等动态变量。一个创新的研究结果是投资者的信息获取渠道、对媒体的信任程度对风险系数有显著的回归关系。进一步的针对这两个变量的 ANOVA 分析发现, 信息来源丰富程度显著促进了投资者风险系数的提高, 而对媒体的信任程度会降低风险系数。其他不显著的控制变量包括: 性别、年龄、入市年限、决策依据和受外界因素影响的程度等。

(五) 回归结果的稳健性检验

为了检验以上实证结果的稳健程度, 我们还进行了多种尝试。首先从风险态度的衡量指标上, 分别利用原始的得分数值、多重离散赋值为 1-3 的整数值作为解释变量进行分析, 结果显示尽管在回归系数的数值有些许差异, 但显著性水平没有明显改变。其次在模型的选择上, 选用 Probit 回归模型进行分析, 结果完全一致。这些变化并未显著改变(三)、(四)部分的实证结论。

四、结论与政策意义

我国投资者的风险态度到底处于什么样的状况? 进一步的, 投资者的风险态度的影响因素到底有哪些? 根据陕西师范大学行为金融研究所 2010 年 1-3 月对我国 6 个城市的 733 位股市投资者所做的调查进行分析, 发现我国投资者的总体风险态度是风险规避型的。同时多种控制变量的回归分析显示, 投资者的部分个体特质、财富状况、投资经验会显著影响其风险偏好, 如更高的教育程度提高了风险偏好; 收入、财富水平、投资经验的积累与风险态度都呈显著正向回归关系; 而增加投资培训次数会显著降低风险系数。加入了信息获取变量后的分析结果显示, 信息获取渠道和对媒体的信任程度对风险系数也有很大的影响, 具体来说, 信息来源的丰富性会增加风险程度, 投资者对媒体信任的程度越低其冒险程度就越高。

本文的实证发现有着重要的政策意义。尽管科学理论具有通用性, 但我国证券市场的不完善性、投资者独特的个体特质使我国投资者明显有别于西方国家投资者。对于券商来说, 要想加强客户关系管理, 对客户有更深入的了解, 就必须针对不同的客户, 掌握其教育程度、职业特征、财富特征, 进而了解其风险承受程度, 做到有针对性的服务与管理。对于证券监管部门来说, 要通过对投资者的教育、风险提示等手段提高其理论水平和经验, 引导其成为一个理性、高素质的投资者。同时新闻媒体是目前我国最主要的证券信息传递途径, 证券监管部门应通过加强对媒体的治理, 建立起传递真实信息的媒介, 满足投资者对于证券信息的需求, 发挥媒体对资本市场监督的正面作用。这些研究的拓展对于规范我国投资者的投资行为、提高市场效率有重要意义。

参考文献:

1. 李涛、郭杰, 2009: 《风险态度与股票投资》, 《经济研究》第 2 期。
2. 李心丹、宋素荣、卢斌、查晓磊, 2008: 《证券市场内幕交易的动机研究》, 《经济研究》第 10 期。
3. 刘善存、许敏, 2007: 《基于高频交易数据的上海证券市场投资者风险态度实证研究》, 《系统工程》第 4 期。
4. 攀登、施东晖、宋铮, 2008: 《证券市场泡沫的生成机理分析——基于宝钢权证自然实验的实证研究》, 《管理世界》第 4 期。
5. 吴卫星、齐天翔, 2007: 《流动性、生命周期与投资组合相异性》, 《经济研究》第 2 期。
6. 谢晔、文凤华、杨晓光, 2008: 《基于调查与实验的个体投资者羊群行为研究》, 《中国管理科学》第 10 期。
7. 尹海员、李忠民, 2009: 《基于投资者心态分析的市场有效性研究》, 《西部商学评论》第 1 期。
8. 张峥、欧阳红兵、刘力, 2005: 《股价前期高点、投资者行为与股票收益——中国股票市场的经验研究》, 《金融研究》第 12 期。
9. Arkes H., and C. Blumer 1985. "The Psychology of Sunk Cost" *Organizational Behavior and Human Decision Processes* 35(6): 124- 140
10. Binswanger H. P. 1980. *Common Features and Contrasts in Labor Relations in the Semi-arid Tropics of India*. Andhra Pradesh

11. Eakin, J. P., and Margaret E. Graham. 1998 "Similarity Retrieval of Trade Mark Images" *IEEE Multimedia*, 16(2): 53-63
12. Eckel, C. C., and P. J. Grossman. 2002 "Sex Differences and Statistical Stereotyping in Attitudes" *Evolution and Human Behavior*, 23(8): 281-295
13. Hishleifer, David. 2005 *A Generalized Earnings-Basal Stock Valuation Model*. Manchester Press of University of Manchester
14. Holt, C. A., and S. K. Laury. 2002 "Risk Aversion and Incentive Effects" *American Economic Review*, 92(3): 1644-1655.
15. Huber, K. 1998 "Time for Investing's Four-Letter Word" *The Wall Street Journal*, 156(1): 67-89.
16. Jorgensen, V. A. 2002 "Limited Asset Market Participation and the Elasticity of Temporal Substitution" *Journal of Political Economy*, 45(4): 825-853.
17. Keller, C., and M. Siegrist. 2006 "Investing in Stocks: The Influence of Financial Risk Attitude and Values-related Money and Stock Market Attitudes" *Journal of Economic Psychology*, 27(12): 285-303.
18. Laughlin, D., and J. W. Payne. 1984 "The Impact of Sunk Cost in Risky Choice Behaviour" *Journal of Operation Research and Information Processing*, 22(6): 151-181.
19. Leiser, Bastounis, and Roland Levy. 2004 "Psychosocial Variables Involved in the Construction of Lay Thinking about the Economy: Results of a Cross-national Survey" *Journal of Economic Psychology*, 124(2): 263-278.
20. Levy, E., and A. Cohen. 1999 "Gender Differences in Risk Taking and Investment Behavior: An Experimental Analysis" Department of Finance, The Hebrew University Working Paper 3544.
21. Link, B. 2002 "On Stigma and Its Consequences: Evidence from a Longitudinal Study of Men with Dual Diagnoses of Mental Illness and Substance Abuse" *Journal of Health and Social Behavior*, 38(10): 177-190.
22. Rabin, M. 1998 "Psychology and Economics" *Journal of Economic Literature*, 36(6): 11-46.
23. Shefrin, Hersh. 2000 *Great and Fear*. Boston: Harvard Business School Press.
24. Shiller, Robert J. 1990 "Stock Prices and Bond Yields: Can Their Co-movements Be Explained in Terms of Present Value Models" Yale University Working Paper 953.
25. Shiller, Robert J. 2002 "From Efficient Market Theory to Behavioral Finance" Yale University Working Paper 1385.
26. Shleifer, Andrei. 2003 "Stock Market Driven Acquisitions" *Journal of Financial Economics*, 70(8): 295-311.
27. Stav, B. M. 1981. "The Escalation of Commitment to a Course of Action" *Academy of Management Review*, 48(4): 577-587.
28. Steven, J. K., and S. Mohamed. 1992 "The Endowment Effect, Loss Aversion and Status Bias" *Journal of Economic Perspectives*, 174(5): 193-206.
29. Tversky, A., and D. Kahneman. 1991. "Loss Aversion in Riskless Choice: A Reference-dependent Model" *Quarterly Journal of Economics*, 16(4): 1039-1061.
30. Weber, E. U. 2002 "A Domain-specific Risk-attitude Scale: Measuring Risk Perceptions and Risk Behaviors" *Journal of Behavioral Decision Making*, 15(8): 263-290.
31. William, H. 2007. "Estimating Risk Attitudes in Denmark: A Field Experiment" *Scandinavian Journal of Economics*, 109(7): 341-368.
32. Wood, R., and J. L. Zaichkowsky. 2004 "A Model of Housing Tenure Choice" *American Economic Review*, 73(12): 1-29.

Individual Speciality, Information Acquisition and Risk Attitude Investigation and Analysis from the Chinese Stock Owners

Yin Haiyuan and Li Zhongmin

(International Business School of Shanxi Normal University)

Abstract This paper utilizes the census data of 733 stock market investors of six cities in China, analyzing investors' risk partiality state and its influence factor. The result reveals that the overall risk attitude of the investors of our country is of risk evading type. Further Logit regression analysis finds that some individual specialities (for example the schooling job), individual wealth state of investor will influence investors' risk partiality notably. The accumulation of investment experience will reduce its risk factor. One innovated result of study is that the channel of information and trust intensity of media can have conspicuous effects on investors' risk attitude markedly. The channel of information with more abundant source will improve investors' risk partiality, and a lower trust intensity to the media also improve investors' risk partiality. The conclusion has important policy meanings that it is helpful to securities traders to carry on customer management, and also the securities supervision department can strengthen investors' risk and media control.

Key Words Risk Attitude, Information Acquisition, Investment Behavior, Securities Market Supervision

JEL Classification G14, G18

(责任编辑:彭爽)