

个人投资者财务知识对股票投资收益的影响研究

张俊瑞¹, 冷奥林¹, 董南雁¹, 邢光远²

(1. 西安交通大学 管理学院, 陕西 西安 710049; 2. 中国银行 陕西省分行, 陕西 西安 710049)

[摘 要] 为了澄清投资者财务知识的掌握是否对其股票投资收益产生影响, 通过对中国股票个人投资者的特质、收益以及财务知识掌握情况的调查发现: 财务知识会助长投资者过度自信等非理性行为, 对投资收益有显著的负向影响; 收入越高越能够利用财务知识在投资中盈利; 财务知识掌握得越好获利越多。但是, 片面的学习财务知识会给投资带来负收益。

[关键词] 股票投资; 财务知识; 投资者特质; 投资收益

[中图分类号] F830.59 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1008-245X(2014)01-0035-08

财务知识是金融素养的重要组成部分。根据 OECD 的定义, 广义财务知识是指在金融活动中影响投资者对金融理解, 并影响金融决策的一切知识; 狭义财务知识是指金融学科内所研究的风险、财务、货币等财务知识。本文采用投资者对资金时间价值、风险等的认知情况来度量投资者财务知识掌握的实际情况。在国外, 财务知识、金融素养的重要性早在 2003 年就被提上议题, OECD 在 2008 年开通了提高金融素养的相应网站^①, 以提高民众的金融素养。我国股票市场不少个人投资者由于对财务知识、市场、投资不了解以及一些盲从行为, 非但没有从股票市场投资中获利, 反而纷纷蒙受了损失。这一现实已受到媒体以及社会各界的高度关注, 强调要提高个人投资者的自我保护水平, 普及财务知识, 提高投资者金融素养。在我国股票市场尚不成熟的环境下, 本文拟对我国个人投资者财务知识及其收益情况进行调查, 研究个人投资者财务知识能否增加其投资收益。

一、文献回顾

首先是对个人财务知识掌握情况的调查研究。现有文献调查发现, 即使在西方发达国家, 个人投资者对

财务知识的掌握情况也不理想。例如, 卢莎蒂(Lusardi)等针对美国的调查研究指出, 个人投资者中广泛存在欠缺财务知识以及不理解基本经济规律的现象^[1-2]; 对财务知识缺乏现象在老人、妇女或受教育较低的人群当中尤为严重^[3]。希尔伯特(Hilgert)等针对高中生和一般成年人的调查也得到了同样的结论^[4]。OECD 和卢莎蒂等研究了欧洲各国、澳大利亚以及日本的样本人群, 同样发现了财务知识不足现象普遍存在^[5-6]。

其次是掌握财务知识对投资决策影响的相关研究。国外研究表明, 财务知识对投资者的投资理财决策有显著影响。比如, 莱布森(Laibson)等研究发现, 那些缺乏财务知识的年轻人以及老年人更容易犯经济错误^[7]。福布斯(Forbes)等研究发现, 财务知识的掌握程度会影响投资者的自我肯定, 从而影响投资决策的选择^[8]。罗伊(Rooij)通过对荷兰银行进行的调查发现, 投资者的财务知识认知影响投资决策, 表明低的金融认知程度会导致股票投资行为的减少^[9]。哈林(Halling)发现, 大学本科以上的有经验的投资者比受教育水平较低, 以及年轻的投资者的投资回报高, 并且受教育程度高的投资者的换手率更低, 更倾向于分散

[收稿日期] 2013-05-20

[基金项目] 国家自然科学基金项目(71172186); 教育部新世纪人才支持计划项目(NCET-07-0309); 教育部博士点基金新教师类项目(20110201120016)

[作者简介] 张俊瑞(1961-)男, 陕西渭南人, 西安交通大学管理学院教授, 博士生导师; 冷奥林(1986-)女, 陕西西安人, 西安交通大学管理学院博士研究生; 董南雁(1978-)男, 湖北荆门人, 西安交通大学管理学院讲师; 邢光远(1985-)男, 陕西西安人, 中国银行陕西省分行员工。

^①International Gateway for Financial Education(<http://www.financial-education.org/home.html>)

风险的投资组合^[10]。

在我国,财务知识的相关研究还比较稀少,但财务知识的重要性已经逐渐被社会各界所认同。孙天琦等指出,金融消费者应提升金融教育与素养,应开发合适的机制帮助现在和未来的金融消费者得到足够的知识、技巧和信心,以了解风险^[11]。元峰认为,为了适应金融市场化的步伐,金融教育应该从观念、内容、范围等方面进行改革和创新^[12]。刘玫则认为金融教育应该同道德教育一样成为一种普及性教育^[13]。

通过梳理上述相关研究可以发现,国外对投资者财务知识的研究主要围绕财务知识掌握的现状以及财务知识对投资决策的影响展开,而对掌握财务知识是否能够帮助投资者实现投资收益则较少涉及。同时,我国对投资者财务知识的研究尚处于起步阶段,缺乏系统性的理论和实证分析。故此,本文旨在探讨掌握财务知识与投资收益之间的关系,澄清财务知识是否能够帮助投资者避免损失并从投资中受益的问题。

二、个人财务知识对投资收益的影响机理

财务知识是投资者教育中的核心内容,掌握财务知识有可能帮助投资者减少投资误区,增加投资收益。福布斯(Forbes)等认为,投资者对财务知识的掌握,能够使投资者在选择金融产品时有更多的信息从而更加自如^[8]。哈林(Halling)研究发现,受教育度好的投资者会减少过度交易的行为并且更注重分散风险^[10]。我国也有学者持此看法,例如,钱海波认为,教育可以帮助投资者正确认识市场风险,增强风险认知和风险防范^[14]。何琳洁等发现,受教育较多的投资者会表现出更加健康理性的证券投资理念和投资习惯^[15]。周光耀等认为,提高个人投资者财务知识能够促进投资者保护、改善投资环境^[16]。

然而,财务知识的提升也有可能使投资者过度自信,低估风险或者误判市场,从而给投资者带来损失。比如,有研究证明,财务知识的掌握程度可以增加投资者参与股票投资的自信,但是过度自信会使投资者过度相信自己所采集到的信息并忽视其他信息。也就是说,掌握一定财务知识的人可能同时具有比较严重的锚定偏向(Anchoring bias)从而损害投资收益^[8];而且过度自信的程度越高,其收益越差^[17]。在我国,投资者过度自信的情况普遍存在^[15]。同时,股票市场发育尚不成熟,存在显著的股票价格共振(普涨普跌)现象,小道消息严重,基本面不牢靠,政策导向不明确。因此,依赖财务知识并过度自信的个人投资者很容易蒙受重大损失。

综上所述,如图1所示,财务知识的掌握有助于投资者分散风险,理性投资,减少投资者行为偏差的负效应,增加个人投资者投资收益。同时,财务知识虽可以提升投资者对股票投资的参与和认知,但也可能使投资者陷入过度自信的心理误区,损害其投资收益。

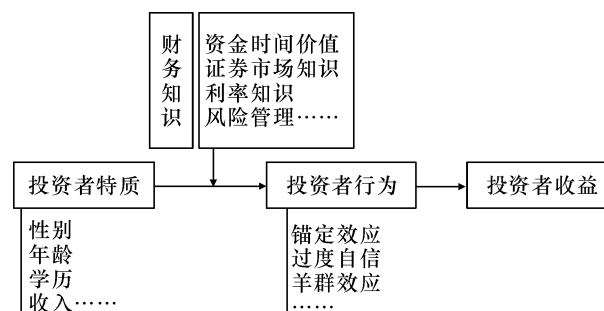


图1 财务知识对投资者收益的影响机理

目前,我国的个人投资者仅上海证券交易所就超过了8700万户,社会各界已经逐渐认识到财务知识的重要性,招商银行、中国银行等金融机构都推出了送财务知识进社区、进农村等活动。然而,我国股票投资者是否具有相应的财务知识储备,在风起云涌的股票市场当中,掌握财务知识是否能够为投资者带来收益、掌握财务知识对投资收益到底会产生什么样的影响?本文拟通过调研分析来作以探讨。

三、问卷设计与实际调研

本文在对投资人特质、投资人财务知识掌握情况以及投资人收益进行内涵界定和表现形式分析的基础上设计调查问卷,并通过网络以及纸质邮递等方式进行实际问卷调研。本次调查从2013年3月25日至4月10日共回收问卷262份(A卷129份,B卷133份)。其中,网络问卷176份,纸质问卷86份^①。为了增加问卷的可靠性,在网络问卷中设置了IP限制,以防止有人重复填写;转换了其中几个问题的答案顺序,并设置了问卷信息质量筛选题。由于2011年以来股市整体走势疲软,调查通过考察被访者对沪深大盘的掌握情况来考察他们是否真正投资于股票。在筛选过程中,发现有9%的被调查者对大盘走势的回答出现了错误。

(一) 投资人特质的界定

从罗伊(Rooij)等的研究中可以发现,年龄、性别、

① 纸质问卷由于地域所限,主要来自于陕西以及福建两地,占总问卷数的33%。网络问卷面向全国,为176份,占比67%。笔者对网络问卷和纸质问卷中的投资者知识掌握情况和投资收益情况进行了统计分析,发现全国和地方的样本组中并不存在显著差异。

学历、专业情况、职业以及收入情况等都会影响到投资者的财务知识掌握及其行为模式,进而影响到投资者收益^[9]。本文针对被调查人的基本属性设计了相关调查问题,详见表1。

表1 投资者特质类型和实际调查统计结果

特质	分类	频数	占比(%)
性别 (GENDER)	男(GENDER_DUM1)	148	58.73
	女(GENDER_DUM2)	104	41.27
年龄 (AGE)	18-20岁	6	2.37
	21-30岁	193	76.28
	31-40岁	34	13.46
	41-50岁	20	7.92
	大中专及以下	49	18.70
学历(EDU)	本科	168	64.12
	硕博研究生	45	17.18
	财会方面(MAJOR_DUM1)	61	23.28
专业 (MAJOR)	经济金融(MAJOR_DUM2)	49	18.70
	其他商科(MAJOR_DUM3)	30	11.45
	非商科(MAJOR_DUM4)	122	46.56
	企业员工(JOB_DUM1)	145	55.34
职业(JOB)	机关事业单位(JOB_DUM2)	27	10.31
	个体私营者(JOB_DUM3)	25	9.54
	学生(JOB_DUM4)	45	17.18
	自由职业(JOB_DUM5)	10	3.82
	其他(JOB_DUM6)	10	3.82
	5万及以下	56	24.35
收入 (INC)	5-10万	107	46.52
	10-30万	60	26.09
	30万以上	7	3.04
	1年不到	122	46.56
股龄(EXP)	1-3年	68	25.95
	3-5年	53	20.23
	5-10年	13	4.96
	10年以上	6	2.29

本次调查活动中,被调查者最小19岁,最大48岁,平均年龄27.83岁,并且23-30岁者占到了被调查者的50%以上。较之国外,我国投资者的年龄段偏低。在股票投资者性别方面,262名被访者中,除10份未填以外,其余148名为男性,104名为女性,男性股票投资参与者数量为女性参与者的142%,说明我国股票投资当中存在较大的性别差异。关于受教育情况,49名被访

者为大中专及以下学历,占比18.7%;168名被访者为本科学历,占比64.12%;45名为硕士或者更高学历拥有者,占比17.18%。在投资者是否接受过一定财务知识训练方面,23.3%的受访者为财会专业,18.7%的受访者为经济金融专业,11.5%的受访者为其他商科专业,而非商科专业占到了46.6%。在调查中,有超过50%的人对股票以及股票市场知识有所了解^①。

对于投资者的收入情况调研发现,21%的人年收入不足5万元,40.8%的被访者收入在5-10万之间,22.9%的被访者在10-30万之间,30万以上的人为2.7%,而12.2%的人回避了收入问题。被访者的收入情况与我国的职业收入背景基本相符。

由于我国个人投资者的急速扩充期在2006年以后,关于被访者的股龄,46.56%的被访者的股龄不超过1年。而股龄在10年以上的投资者仅为2.29%,整体投资阅历经验不足。

(二) 投资人的财务知识

参考罗伊(Rooij)、陈斌等的调查报告^{[9][18]},财务知识的理论知识主要包括资金时间价值、利率以及风险管理等;财务实践知识主要包括对股票、证券市场及证券产品的理解等。由于公司财务情况会影响公司股票的表现^[19],投资策略、投资组合的选择会影响投资者的投资决策^[20],因此,本文还增加了财会知识和投资者投资情况的题项。部分调研问题及其结果见表2。

在对我国投资者财务知识掌握情况的总体调研中,投资者的平均正确率为47.8%。其中答对7题以下者(正确率不足50%)占到45.8%,正确率50%以上者占比54.2%,正确率在80%以上者占比3.46%,正确率在20%以下者占比3.44%。

正确率最高的题目是第32题,对股票债券基金的风险认识为82.44%。相比于罗伊(Rooij)等的研究^[9],我国投资者对股票、债券以及基金的风险分布意识较好。正确率最低的为第27题,考察的是对优先股的认识,正确率为19.84%。在正态性检验方面,由于T检验值为1.38,接受样本服从正态分布,故认为本文的题项设计是有效的^②。

① 本文的调查问卷主要来自于网络,由于一般使用网络调查的客户群比较年轻,导致本次调查中存在一定的总样本年龄偏小、股龄偏小的问题。这有可能影响到财务知识在更为年长的投资者群体中对投资收益的影响作用的澄清,也有可能影响财务知识的掌握在年龄较大的人群中对投资收益的影响结果。

② 为了避免被调查者在不知道答案的情况下随机选择到正确答案的情况,笔者在问题的回答项目中设置了“不知道”和“跳过不答”的选项,以减少调查中被调查者随机选择所造成的偏差。

表2 财务知识问卷部分调查结果

知识类型	调研问题	正确率 (%)
资金时间价值	21. 假如你的存款账户里有 100 元,取钱也不取利息。5 年后,你认为你的存款账户里总共有多少钱?	70.99
	22. 假如存款年利率为 1%,通货膨胀率为 2%。1 年后,你能用你账户里的钱买多少东西?	78.54
证券及其产品	23. 关于股票市场的功能	53.44
	24. 关于购买公司股票	43.51
市场知识	25. 关于认股权证的特征	23.66
	26. 关于股票分割(或分拆)	24.9
	27. 关于优先股	19.85
利率知识	28. 李先生和邓女士最近有了孩子,收到了礼金并且想把它们用于孩子的教育。哪种方式最有可能在今后的 18 年里获得最多收益?	21.76
	29. 发生高通货膨胀时,哪种资产最有利于保值?	27.48
风险管理	30. 如果利率下降,债券价格将会怎样?	63.6
	31. 关于同时持有多只股票与持有单只股票时的风险水平比较	65.65
	32. 关于股票、债券、基金三者的风险比较	82.44
财会知识	34. 关于高风险高收益的投资策略	51.15
	35. 关于利润指标	56.11
	36. 关于企业资产	40.46
	37. 关于经营活动现金流	42.75

注:第 33 题测试了问卷回答者对风险偏好的程度,由于不属于财务知识范畴,在此没有罗列。

(三) 投资者收益的统计分组

在投资者收益调查中参考赵振华等的调查问卷^[21],并结合市场实际的收益情况对问卷进行了量化处理改进^①。设定亏损较大为 1 分(亏损 10% 以上),略有亏损为 2 分(亏损 1% - 10%),基本持平为 3 分(正负 1%),小有盈利为 4 分(1% - 10%),盈利较大为 5 分(盈利 10% 以上)。调查发现,我国个人投资者盈利的平均得分为 3.04 分,34.35% 的投资者小有盈利,28.24% 的投资者基本持平,21.76% 的人略有亏损。盈利较大以及亏损较大的分别为 5.73% 和 9.92%^②。

四、影响效应分析

(一) 描述性统计分析

基于不同的年龄、性别、学历、专业情况、职业与收入情况、炒股经历等因素,我国不同投资者的投资收益分布情况如图 2 所示。

1. 投资者基础特质下财务知识、收益及其间关系^③。如图所示,在不同年龄特质下,随着年龄的增长,投资者的财务知识掌握情况呈现出先增后减、最后保持一定的情况,峰值出现在分组为 24 - 25 岁的投资者^④,平均正确率为 54%;相应的投资收益情况表现为 19 - 23 岁组和 26 - 30 岁组的投资者收益要好于其他两组。不同性别特质下,男性投资者的投资收益为 3.16 分,要普遍优于女性投资者,但男女性投资者的财务知识掌握情况并没有显著区别,这同赫斯马特(Hes-hmat)的研究结果^[20]相类似。在不同收入情况下,财务知识随投资者收入的增长先增加再降低,投资收益则随着投资者收入的增加而增加,这可能是由于收入的增加带给投资者可选择的股票范围的扩大使其更有助于分散风险,从而提高收益。

2. 投资者认知性特质下的财务知识、收益及其间关系。不同学历情况下,学历越高,投资者对财务知识的掌握情况越好;在投资收益方面,本科学历投资者的投资收益情况要好于其他两组投资者。不同专业出身情况下,财会和经济金融专业出身的投资者的财务知识掌握情况普遍好于其他商科和非商科出身的投资者,而经济金融出身的投资者的收益情况也要明显好于其他专业出身的投资者。不同职业背景下,企业员工以及自由职业的投资者财务知识掌握情况要好于其它职业背景的投资者,相对而言,机关事业单位职工、个体经营者和自由职业人的投资收益较其它职业背景的投资者高。不同股龄组下,财务知识的掌握情况随着股龄的增加先增再减随后再增加;财务知识得分最高的是入市 1 - 3 年以及 10 年以上的投资者,占比为

① 设计收益率区间 [-10%, 10%] 为基本持平, [±30%, ±10%] 为略有盈利(亏损), >30% 为盈利较大, <30% 为亏损较大。

② 为了实证研究的稳定性,本文调查了受访投资者近 6 个月的投资收益情况:基本持平和小有盈利的投资者分别占到受访者的 33.2% 和 30.5%。略有亏损的为 16.8%。而盈利较大的 4.2%,亏损较大的为 15.3%。该结果在后续的讨论中并未影响到整体回归检验的效果。

③ 依据是否会影响投资者的认识水平和理解程度,本文将投资者特质划分为基础特质和认知性特质。

④ 本文利用四分位法按投资者年龄将投资者分为四组,分别是 19 - 23 岁组、24 - 25 岁组、26 - 30 岁组、31 岁以上组。

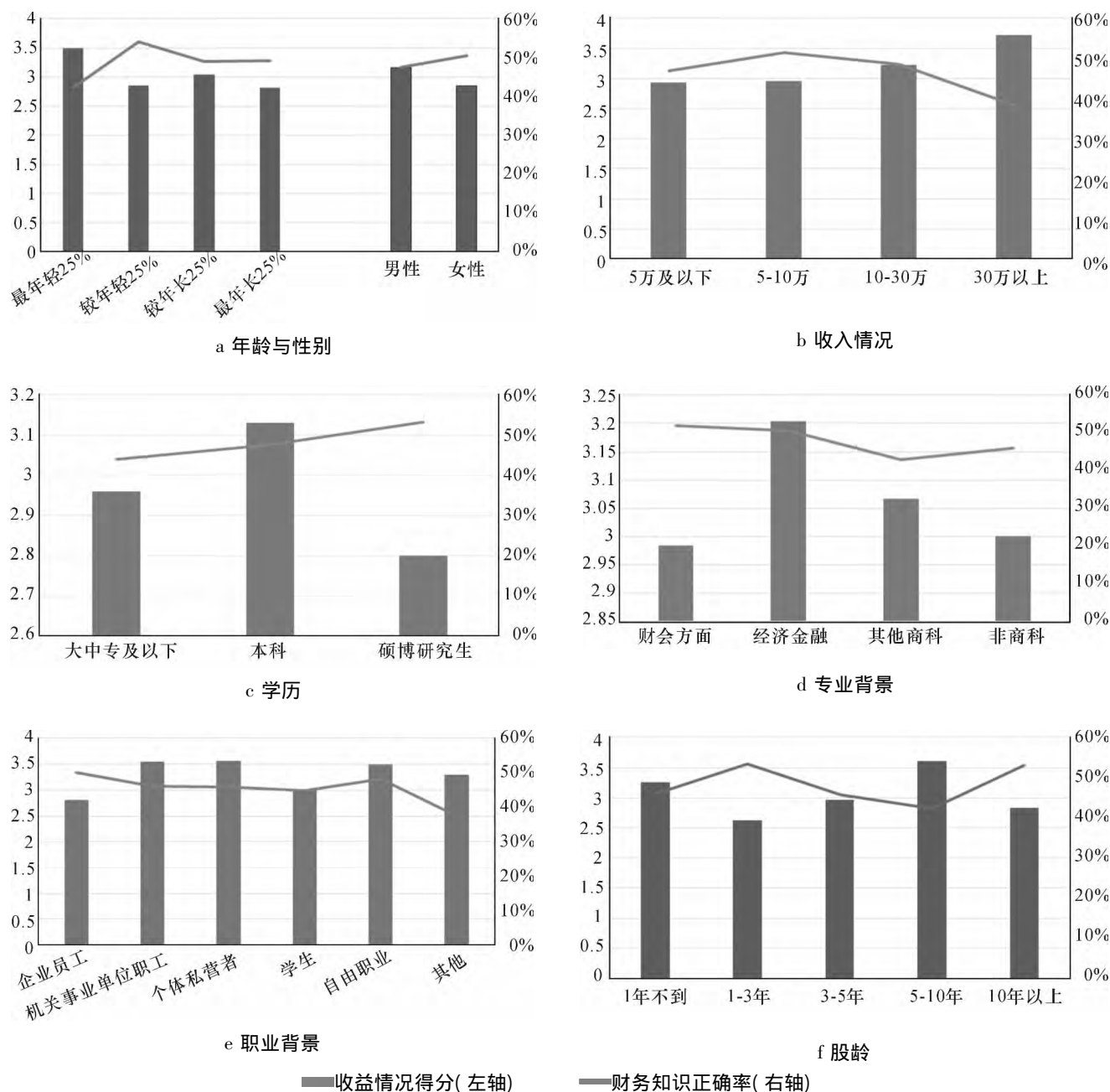


图2 不同投资者的收益情况与财务知识掌握情况

53%;股龄不满1年和股龄介于5-10年的投资者收益最高,而股龄在2-3年的投资者投资收益最低^①。

(二) 测算结果与分析

为了科学测算不同特质下财务知识对投资收益的影响,本文构建了两组模型分别来验证财务知识对投资收益的直接影响以及财务知识的调节效能。

1. 财务知识对投资收益的影响效应测算与分析

首先,为了检验掌握财务知识对投资收益产生的整体共性影响,本文构建了模型(1)。参考福布斯

(Forbes)等的研究^[8-9],模型控制了不同投资者特质对投资收益的影响,控制变量包括:投资者的性别(GENDER_DUM1)、年龄(AGE)、学历(EDU)、专业(MAJOR_DUM)、职业(JOB_DUM)、收入的基本情况(INC)以及股龄(EXP)。在此之上,模型还引入财务知识回答正确率(SUMFL100)作为控制变量,加之引

① 出现这种情况,一方面可能是由于知识的掌握和积累是一个循序渐进的过程;另一方面,对照我国大盘的走势,处于亏损情况下的投资者可能更愿意或更积极地获取财务知识以摆脱亏损的现状。

入的股龄变量,可以克服来自大盘的共同震荡效应^①。
测算模型如下:

$$REV = -0.0074 \times AGE + 0.3853 \times GENDER_DUM1 + 0.03718 \times EDU + 0.10658 \times MAJOR_DUM1 + 0.25198 \times MAJOR_DUM2 - 0.0826 \times MAJOR_DUM3 - 0.85231 \times JOB_DUM1 - 0.19236 \times JOB_DUM2 - 0.23391 \times JOB_DUM3 - 0.58077 \times JOB_DUM4 - 0.0070 \times JOB_DUM5 + 0.20146 \times INC - 0.10231 \times EXP - 1.60435 \times SUMFL100 + 4.08222 \quad (1)$$

模型(1)中,性别虚拟变量($GENDER_DUM1$)的系数为0.3853,98%以上置信空间,说明在我国男性的投资收益要好于女性。职业虚拟变量中公司企业职员变量(JOB_DUM1)回归系数为-0.8523,在90%水平上显著,说明公司企业职员的投资收益较差,对此本文认为,这是由于专业性引起的,即非专业投资人员很容易在股票投资中蒙受损失。财务知识回答正确率($SUMFL100$)的回归系数为-1.60435,财务知识掌握情况对收益的影响显著为负,说明就整体而言财务知识掌握得越多,投资者的投资收益就越少。

本文依照投资者特质进行分组回归时发现,投资者的财务知识掌握情况与其收益情况的关系并不稳定,存在不相关或者正相关(但不显著)关系。即针对不同的投资者特质,财务知识起到的作用也不尽相同,即学习财务知识,既可能使投资者更加理性投资,同时也促进了投资者的过度自信行为。

2. 财务知识对投资收益的调节效能测算与分析

为了澄清掌握财务知识在不同投资者特质下对投资收益所产生的效果,在模型(1)的基础上,本文引入了财务知识的调节作用。控制变量与模型(1)相同,依次对年龄、性别、学历、专业、职业、收入、股龄以及财务知识本身做了财务知识调节效能的检验。测算模型分别如下:

$$REV = 0.000799 \times AGE + 0.38949 \times GENDER_DUM1 + 0.089328 \times EDU + 1.0083 \times MAJOR_DUM1 + 0.268147 \times MAJOR_DUM2 + 2.3341 \times MAJOR_DUM3 - 0.95642 \times JOB_DUM1 - 0.30062 \times JOB_DUM2 - 0.43223 \times JOB_DUM3 - 0.67944 \times JOB_DUM4 - 0.045405 \times JOB_DUM5 + 0.22598 \times INC - 0.14687 \times EXP - 0.602363 \times SUMFL100 - 1.77717 \times SUMFL100 \times MAJOR_DUM1 - 0.120459 \times SUMFL100 \times MAJOR_DUM2 - 5.47955 \times SUMFL100 \times MAJOR_DUM3 + 3.398187 \quad (2)$$

40

模型(2)中,财务知识与其他商科专业交叉项($SUMFL100 \times MAJOR_DUM3$)的回归系数为-5.47955,显著性水平为99%。表明财务知识对其他商科专业出身的投资者有负向影响。即是说,如果其他商科专业的学生,更有可能出现如果完全依赖于知识,而忽略了实际市场情况的前提下,其收益会受到损失。

$$REV = -0.00795 \times AGE + 0.384321 \times GENDER_DUM1 + 0.016628 \times EDU + 0.12626 \times MAJOR_DUM1 + 0.2526 \times MAJOR_DUM2 - 0.08276 \times MAJOR_DUM3 - 0.814324 \times JOB_DUM1 - 0.141555 \times JOB_DUM2 - 0.164986 \times JOB_DUM3 - 0.575986 \times JOB_DUM4 - 0.051429 \times JOB_DUM5 - 0.415552 \times INC - 0.097119 \times EXP - 4.271533 \times SUMFL100 + 1.327208 \times SUMFL100 \times INC + 5.329333 \quad (3)$$

模型(3)中,收入和财务知识的交叉项($SUMFL100 \times INC$)系数为1.327,显著性为98%,说明收入越高,财务知识带来的正面效果就越好。实际中,根据李嘉图家庭和非李嘉图家庭理论,有更高收入时,投资者才能更有效地利用风险分散或者投资于更好的金融资产,其财务知识才可以得到完全的发挥和应用。故此,随着收入的增加,知识带来的正收益也会逐渐体现。

$$REV = -0.003891 \times AGE + 0.323635 \times GENDER_DUM1 + 0.015691 \times EDU + 0.11054 \times MAJOR_DUM1 + 0.27651 \times MAJOR_DUM2 - 0.06959 \times MAJOR_DUM3 - 0.954718 \times JOB_DUM1 - 0.254301 \times JOB_DUM2 - 0.366915 \times JOB_DUM3 - 0.668615 \times JOB_DUM4 - 0.093283 \times JOB_DUM5 + 0.209079 \times INC -$$

① 加入调节变量后的模型中,控制变量与投资收益的关系并无大的改变。

② 模型中涉及变量的 T 检验值依次为 -0.505434、2.585572、0.284726、0.576065、1.246747、-0.361741、-1.540427、-0.33053、-0.40203、-1.026419、-0.010884、2.091859、-1.14598、-3.404044、5.690793。 $R^2 = 0.190187$ $DW = 1.873761$ $F = 3.522789$ 。

③ 模型中涉及变量的 T 检验值依次为 0.054932、2.67334、0.678004、1.675311、0.357124、3.367378、-1.769907、-0.526871、-0.759182、-1.230746、0.072336、2.40298、-1.669764、-0.970242、-1.606928、-0.084722、-3.676249、4.6284669。 $R^2 = 0.244011$ $DW = 1.862213$ $F = 3.930199$ 。

④ 模型中涉及变量的 T 检验值依次为 -0.54441、2.60923、0.128587、0.68978、1.264737、-0.366734、-1.488588、-0.245945、-0.286575、-1.03000、-0.080868、-1.542789、-1.100444、-3.605788、2.448721、6.10517。 $R^2 = 0.212772$ $DW = 1.861125$ $F = 3.765911$ 。

$$0.093364 \times EXP - 5.96631 \times SUMFL100 + 4.470988 \times SUMFL100^2 + 5.067062^{①} \quad (4)$$

模型(4)中,财务知识的平方项($SUMFL100^2$)系数为4.471,显著水平在95%范围内,说明财务知识对投资收益的影响更像一个U字形,是一个先减后增的过程。即随着知识掌握程度的加深,对市场的了解亦由浅渐深,浅层次的财务知识的了解,并不能够帮助投资者进行理性的投资,会使投资者陷入对市场理解的误区,助长其产生过度自信和锚定效应等非理性投资行为,并在投资中受损;而在对财务知识有了较深了解后就可以避免非理性投资,从而促进投资收益。

调查测算没有发现财务知识对其他投资者特质具有调节作用。

五、结论与启示

本文基于我国股票个人投资者的特质、收益以及财务知识掌握情况的调查发现,我国股票投资者对利率、风险和通货膨胀等基础知识有一定程度了解,但是不同年龄、学历、职业等特质的投资者之间对财务知识的掌握程度有较大差异。利用多元回归分析财务知识的掌握是否对投资收益率产生影响时发现,财务知识会助长投资者过度自信等非理性行为,从而对投资收益有显著的负向影响,且在其他商科出身的投资者之间,负效应表现得更加明显。同时发现,越是收入水平高的投资者,就越能够利用财务知识在投资中盈利;财务知识掌握得越好的投资者,在掌握新财务知识时给自己获利越多。但是,片面的学习财务知识会给投资带来负收益。

通过从理论层面解析与实际问卷调查掌握财务知识对股票投资收益的影响的澄清,以及对不同投资者特质下财务知识作用的分析。本文的启示如下:其一,在进行投资者保护工作、普及财务知识时,应结合投资者的实际情况和市场的真实情况。仅仅进行片面性的财务知识灌输,不仅没有办法达到投资者保护、提高其投资收益的目的,反而会增加投资者的无视市场、现实的非理性投资行为,使其蒙受损失。其二,财务知识的学习和普及,不可能一蹴而就,而是一个逐渐认识与深化的过程。不可贪图短期效应来解决财务知识的不足或提高投资者对财务知识的认识。此外,本文通过问卷调查对财务知识在投资中所起作用的研究是一种初步的尝试,尚存不足之处,例如,样本容量不够大、利用网络进行的调查问卷分析具有一定局限性、财务知识

问题设计在中国市场上的适应性是否到位等。故此,在后期研究中,将适当扩大调查范围,对投资者的财务知识掌握进行长期追踪,将认知和投资者行为理论有机的结合起来进行进一步测算,从而为投资者保护提供更为详实的信息和建议。

[参 考 文 献]

- [1] LUSARDI A, MITCHELL O S. Baby Boomer retirement security: The roles of planning, financial literacy, and housing wealth[J]. Journal of monetary Economics, 2007, 54(1): 205 - 224.
- [2] LUSARDI A, MITCHELL O S. Planning and financial literacy: how do women fare? [R]. National Bureau of Economic Research, 2008.
- [3] LUSARDI A. Planning and saving for retirement [R]. Dartmouth College, 2003.
- [4] HILGERT M, HOGARTH J. Financial knowledge, experience and learning preferences: preliminary results from a new survey on financial literacy [J]. Consumer Interests Annual, 2002, 48: 1 - 7.
- [5] Organization for Economic Co-operation and Development. Improving financial literacy: analysis of issues and policies [EB/OL]. [2005 - 11 - 10]. <http://www.oecd.org/daf/fin/financial-education/improvingfinancialliteracyanalysisofissuesandpolicies.htm>.
- [6] LUSARDI A, MITCHELL O. Financial literacy and retirement preparedness: Evidence and implications for financial education [J]. Business Economics, 2007, 42(1): 35 - 44.
- [7] LAIBSON D I, AGARWAL S, DRISCOLL J C, et al. The Age of Reason: Financial Decisions over the Life Cycle with Implications for Regulation [J]. Brookings Papers on Economic Activity, 2009(2): 51 - 117.
- [8] FORBES J, KARA S M. Confidence mediates how investment knowledge influences investing self-efficacy [J]. Journal of Economic Psychology, 2010, 31(3): 435 - 443.
- [9] VAN ROOIJ M, LUSARDI A, ALESSIE R. Financial literacy and stock market participation [J]. Journal of Financial Economics, 2011, 101(2): 449 - 472.
- [10] HALLING P. Do better educated investors make smarter investment decisions? [R]. SSRN, 2009.

① 模型中涉及变量的 T 检验值依次为 -0.264733、2.159297、0.121108、0.603606、1.380345、-0.307862、-1.737812、-0.441022、-0.634039、-1.191232、-0.146283、2.192216、-1.055691、-3.080625、2.320551、6.125993。 $R^2 = 0.212772$ $DW = 1.861125$ $F = 3.765911$ 。

- [11] 孙天琦,袁静文. 国际金融消费者保护的改革进展与趋势[J]. 西安交通大学学报: 社会科学版, 2012(5): 9-17.
- [12] 元峰. 现代金融教育发展的新思考[J]. 金融研究, 1998(7): 67-68.
- [13] 刘玫. 推广普及金融教育,提高公众金融素质[J]. 金融经济, 2010(12): 145-146.
- [14] 钱海波. 投资者教育重心的选择[J]. 经济论坛, 2002(20): 20-21.
- [15] 何琳洁,连进军,马超群. 中国证券市场投资者教育探析[J]. 邵阳学院学报: 社会科学版, 2008(4): 39-42.
- [16] 周光耀,周文平. 我国金融消费者保护中存在问题及对策[J]. 河北金融, 2012(2): 12-13+28.
- [17] CHENG P Y K. The trader interaction effect on the impact of overconfidence on trading performance: An empirical study [J]. The Journal of Behavioral Finance, 2007, 8(2): 59-69.
- [18] 陈斌,李信民,杜要忠. 中国股市个人投资者状况调查[R]. 深圳证券交易所综合研究所, 2002.
- [19] FAMA E F, FRENCH K R. Multifactor explanations of asset pricing anomalies [J]. The Journal of Finance, 1996, 51(1): 55-84.
- [20] HESHMAT N A. Non-professional investors' behavior: an empirical study of female Saudi investors [J]. International Journal of Commerce and Management, 2012, 22(1): 75-90.
- [21] 赵振华,刘淳,廖理. 是谁获得了更好的基金投资收益?——对个人投资者问卷调查的实证分析[J]. 金融研究, 2010(5): 166-178.
- (责任编辑: 张丛)

Impact of Financial Knowledge of Individual Investors on Stock Investment Return

ZHANG Jun-rui¹, LENG Ao-lin¹, DONG Nan-yan¹, XING Guang-yuan²

(1. School of Management, Xi'an Jiaotong University, Xi'an 710049, China;

2. Bank of China, Xi'an 710049, China)

Abstract To work out whether the acquirement of financial knowledge of Chinese individual investors will affect their stock investment return, it was found from the investigation of characteristics, income, and the mastery level of financial knowledge of Chinese individual investors of stocks that financial knowledge boosts investors' overconfidence and irrational behavior and has significant negative impact on investment return. The higher the income of the investors, the more they will earn when acquiring additional financial knowledge and the more they master the financial knowledge, they more they earn with such knowledge. However, one-sided learning of financial knowledge will bring about negative investment returns.

Key words stock investment; financial knowledge; investor characteristics; stock investment return

(上接第28页)

The State - Society Relation during Post - crisis Period:

The China Model under New Institutional Economics

CHEN Qing

(Institute of Economics, Shanghai Academy of Social Sciences, Shanghai 200030)

Abstract Social crises break out periodically throughout the history of human civilization, and are incurred either by the centralized or the decentralized management system, which are adopted by the state for public benefit to coordinate different interest groups within the society. From the perspective of New Institutional Economics, this article illuminates the starting formation and following consequence of usual methodologies in mechanism reforms, and reveals the inner logic of China's social development in the recent 30 years based upon the theory of Principal-agent and Collective Action. Considering the different traditions of state theories between West and East, we should be of confidence and adhere to the road of socialism with Chinese characteristics, while keeping alert to the so-called "Universal Value" from the western world.

Key words State - Society; Social and Economic Crisis; Mechanism Reform; New Institutional Economics; China