

■ 经济研究

中国证券市场投资者教育探析

何琳洁¹, 连进军², 马超群¹

(1. 湖南大学工商管理学院, 湖南长沙, 410082; 2. 厦门大学教育研究院, 福建厦门 361005)

摘 要: 长期以来, 我国证券市场的发展和证券投资者素质存在着巨大的脱节。从投资者教育的概念着眼, 从中国证券市场上投资者的非理性行为特征和投资者教育现状入手, 针对中国证券市场投资者的特殊性, 设计出对应的投资者教育策略。希望通过这些对策, 建立健全我国的投资者教育体系, 最终实现我国证券市场的持续健康发展。

关键词: 证券市场; 非理性; 投资者教育

中图分类号: F830.59

文献标识码: A

文章编号: 1672-1012(2008)04-0039-04

随着我国上市公司股权分置改革的基本完成, 资本市场基础性制度建设得到顺利推进, 再加上我国经济持续快速发展, 人民币不断升值, 股票市场开始逐步步入牛市, 甚至出现了“黄金十年”的预期, 直接推动着证券投资行业呈现出快速发展的趋势。2006年底至2007年年中, 证券市场整体平均收益超过50%, 证券投资的财富效应使得广大投资者的热情高涨, 截止2007年12月31日, 股民总人数突破6737万。与此同时, 广大证券投资者在通过证券投资分享我国经济增长成果的同时, 也体现出其投资过程和投资行为的非理性, 这些非理性投资行为, 不但会给投资者本身带来损失, 长此以往, 也会对整个证券市场的健康和稳定发展造成巨大的隐患。在这一背景下, 切实开展对我国广大证券投资者的教育工作, 开展一系列投资者教育活动, 建立健全投资者教育体系, 对于我国的证券市场健康持续发展, 是一项长期而意义深远的重要工作。

一 投资者教育概念界定

投资者教育, 是指针对个人投资者所进行的一种有目的、有计划、有组织的传播有关投资知识, 传授有关投资经验, 培养有关投资技能, 倡导理性的投

资观念, 提示相关的投资风险, 告知投资者的权利和保护途径, 提高投资者素质的一项系统的社会活动。其目的就是用简单的语言向投资者解释他们在投资过程中所面临的各种问题。

二 投资者教育的现状分析

(一) 中国证券投资者的非理性交易行为特征

近几年来, 国内许多学者借鉴西方行为金融学的研究成果, 对中国证券投资者的交易行为特征进行了细致分析和实证检验。结果表明, 中国投资者同样具有在美国等成熟证券市场上个体投资者所表现出的各种非理性心理偏差, 其中某些偏差的程度甚至更大, 而且更有某些典型中国特色的心理偏差。这些偏差表明中国投资者的交易行为有许多非理性的特征。

1. 总体上存在的“过度自信”倾向

心理学家发现, 人类往往过于相信自己的判断能力, 高估自己成功的机会, 把成功归因于自己的能力, 而低估运气和机会等外因在其中的作用, 这种心理偏差被称为“过度自信(overconfidence)”。

部分国内学者采用统计分析方法^[1], 发现投资者进行了一些并非能带来收益最大化的交易, 在排除

合法避税、流动性需求和平衡收益与风险等3个可能影响因素后,确定中国个体证券投资者进行上述非理性交易的原因是对自己的能力过度自信,故中国个体证券投资者进行投资决策时总体上存在“过度自信”倾向。“过度自信”倾向对于投资者正确处理信息有直接和间接两方面影响。直接影响是,如果投资者有过度自信倾向,那么他们就会过分依赖自己收集到的信息,而轻视公司财务报表的信息;间接影响是,具有过度自信倾向的投资者在处理各种信息时,重视那些能增强他们自信心的信息,而忽视那些有损其自信心的信息,以至于不愿承认自己投资决策失误,这会导致投资者对某些信息反应过度或反应不足、进行大量盲目交易等非理性行为。

2. 显著的“羊群行为”倾向

“羊群行为(herd behavior)”是一种特殊的非理性行为,它是指投资者在信息不对称的条件下,行为受到其他投资者的影响,模仿他人决策或者过度依赖舆论,而不考虑自己拥有的信息的行为。具体表现为大量的投资者在某段时期内买卖相同或相近的股票,同时进出证券市场^[2]。

国内很多学者建立了一系列理论模型对中国证券市场的羊群行为进行检验,他们的研究结果表明^[3],在政策干预频繁和信息不对称严重的市场环境下,存在一定程度的羊群行为。证券市场中的羊群行为使投资者的买卖行为和证券价格变化具有联动性和趋同性,从而导致个股价格变化和市场指数变化之间存在很强的相关性,引起大量的“跟风”和“跟庄”行为的出现。

3. 普遍的“售盈持亏”倾向

“售盈持亏”倾向,即投资者愿意卖出当前盈利的股票并继续持有亏损股票的心理倾向,行为金融理论称之为“处置效应”(disposition effect)。实证研究发现^[4],中国个体证券投资者的“售盈持亏”倾向比美国投资者更严重;同时,通过问卷调查的结果还显示^[5],在个体证券投资者处理套牢股票的方式方面,选择“长期持有,直到解套”的投资者为数最多,选择“不断补仓拉低价位”的投资者数量次之,而选择“忍痛割肉”者最少。上述对处置效应的研究反映了中国个体证券投资者的损失厌恶倾向,这会削弱投资者对投资风险和股票未来收益状况的客观判断。

4. 强烈的“政策依赖”倾向

中国证券市场自建立伊始,由于中国正面临着从计划经济到市场经济的转轨,出于“发展、稳定与规范”的目的,政府政策对证券市场的干预频率较高,中国证券市场被深深地打上了“政策市”的烙印。国内学者通过对上海股市的异常波动的分析表明^[2],由政策性因素引起的异常波动占总波动数的60%以上,并且,当月出台的政策对该月的股价波动具有显著的影响,直接影响投资者入市的意愿和交投的活跃程度,中国个体证券投资者存在政策依赖性偏差。

这种强烈的“政策依赖”倾向是中国证券市场上一种特有的现象。在这种背景下,众多投资者的投资理念异化,其投资策略表现为“政策性套利”,每当股市低迷时便期望政府出面救市,政府俨然成了中国股市的“救世主”。

(二) 投资者教育的现状分析

2001年初,国家已经意识到了证券市场投资者教育的重要性,相对出台了一系列政策,在这种政策导向下,全国的各级媒体及证券机构纷纷开展了一系列的投资者教育工作。其中,又以证券交易营业部的投资者教育工作最具有代表性和影响力,主要以证券交易营业部为授课点,由各大券商为主办人,纷纷建立股民学校,向投资者传授基本金融投资知识和证券操作技巧,成为了投资者教育的主要方式之一^[6]。

投资者教育课程安排表

一类科目	授课总次数	二类科目	授课次数
证券交易常识	34	股市概述	16
		股字通解	10
		交易流程	8
理念与风险意识	20	市场风险	12
		其他风险	8
基本分析法	68	基本分析方法的含义、特点和其他分析方法的区别	8
		投资价值分析	15
		宏观经济分析	15
		行业分析	15
		公司分析	15
实战理论及技巧	82	投资心理和投资计划	12
		花荣的理论	20
		新股的短线投机技巧	25
		短线买卖诀窍	25
技术分析	96	技术分析概述	6
		技术分析理论	12
		操作技巧	12
		K线形态	22
		技术指标	22
		实践技巧	22
合计	300	——	300

数据来源:某证券交易所证券营业部的股民学校授课表

从上表的课程结构和课时安排,我们可以发现目前的投资者教育存在着如下的问题:

1. 授课内容结构不均衡。进行证券投资,首先,应该具备有关的经济常识,例如,市场、金融交易工

具、交易对象和相关的法律法规政策等等;其次,要正确认识市场风险,树立正确的投资理念;再次,要掌握证券涨跌的规律,分析影响证券价值与价格的主要因素,预测其未来的变动趋势,综合判断证券价值与价格的高低,做出买卖决策。影响证券价值与价格的因素主要有基本面和技术面,基本面能够反映证券自身价值及其未来变动趋势,技术面有利于反映价格变动趋势。从表中授课内容授课次数的多少排列分别为,技术分析与实践理论及技巧总计 178 次,证券交易常识 34 次,基本面分析 68 次,理念与风险意识分析 20 次。从中可以看出,掌握价格变动趋势,如何技术分析及炒股技巧是投资者教育的主要内容,而基本面分析,尤其是投资理念和风险意识是次要内容。

2. 课时安排不合理,教育重心错误,容易对投资者进行误导。证券投资是一门博大精深的学问,具有实践容易,成功困难的特点。在授课内容中,统计内容出现频率在 20 次以上的有:花荣的理论 20 次,新股的短线投机技巧 25 次,短线买卖诀窍 25 次,K 线形态 22 次,技术指标 22 次,实践技巧 22 次。这六项的一类科目重点都为实战理论及技巧和技术分析,即分析市场交易行为,掌握价格变动趋势。在二类科目中,重点又落在了技术分析和操作技巧上。而以技术分析和操作技巧作为投资者教育的重心,必然会促使投资者更为倾向于投机。

探究上述现象出现的原因,笔者认为,由于股民学校是由券商承办的,而手续费是证券营业部的主要经济来源之一。因此,入市人数增加,交易次数多,交易金额大,这些,都符合和满足券商的利益。这种利益驱动自然也导致了上述投资者重心出现偏差。此外,教育者与被教育者是共存的,只有满足被教育者的需要,股民学校才能存在。教育重心的偏差也说明投资者理念上存在误区,投机倾向较大。

三 对策分析

(一) 投资者教育是一项系统的社会化活动,需要全社会,特别是市场参与者的广泛参与,必须建立一个完善的投资者教育体系

证券市场发展的经验表明:一个完善的投资者教育体系,应该由监管机构、证券交易所、证券机构、民间投资者教育机构、投资者权益组织等机构组成,形成一个多层次的、互为补充的以便满足投资者各种需求的教育体系。证券交易所是证券市场的交易中心,其参与投资者教育工作有利于揭示投资交易的风险,有利于建立多层次的投资风险揭示体系;证券机构(包括证券公司和各类专业服务机构)是投资者与资本市场间的桥梁,在投资者教育中具有特殊的地位和作用,应该承担教育投资者的责任,证券机构进行投资者教育是投资者教育体系的重要组成部分。民间投资者教育机构是以民间力量为主建立的盈利

或非盈利性质的投资者教育机构,是整个投资者教育体系的有效补充,其教育形式可以多种多样,如培训班、讲座、报告会、网上交流等等;投资者权益组织是投资者自己的组织,该组织的设立可以有效改变投资者的被动局面,投资者不仅有接受教育的权利,也有利用合法手段保护自己合法权益的权利。

(二) 帮助投资者建立健康、理性的证券投资理念和习惯

投资者教育的最终目的是培养投资者健康、理性的投资理念和习惯,从而既保护投资者自身的合法权益和利益,促进资本市场的和谐健康发展,也能加强我国资本市场的建设,促进市场的稳定运行。投资理念的形成,是建立在对证券常识的了解和实际交易经验的积累基础之上,但是,主动的投资者教育,能够有效地缩短这一时间,帮助投资者了解股票、基金、权证和债券等金融产品的特点,认识价值发现和价格投资的不同,认识组合投资的分散和降低风险作用,用最生动的案例帮助投资者看到不同投资方式带来的不同效果,提高投资者素质,使其形成健康、理性的投资理念和习惯,最大限度地分享经济发展的成果。

(三) 投资者教育应当充分发挥各证券机构的专业作用

投资者教育在实施过程中,证券机构的作用是无可替代的。证券机构涉及证券业协会、证券公司和基金管理公司、基金代销机构。要强化投资者教育的相关责任,结合自身特点进行投资者教育。近期证监会已要求证券业协会应组织编写投资者教育的宣传材料,组织地方证券协会有层次地开展投资者教育;各证券公司必须从管理费用中提取充足的费用作为投资者教育基金,专项用于投资者教育工作费用列支;必须建立健全证券销售适用性管理制度,完善投资者服务中心的建设,完善客观有效的证券风险评价体系。证券机构对于证券投资具有最专业的能力,教育内容的编制和相关的咨询建议会更加符合证券的特点,还可以及时发布公益性提示信息。同时,证券机构在证券的推广和营销中直接面对不同投资群体,对于投资者的影响是显而易见的,应合理地将产品推介、持续培训和持续营销相结合。

(四) 投资者教育应针对不同投资群体开展相应的教育项目

投资者教育不应该只有一个固定的模式,可以结合自身创造性采取多种内容和形式,这应取决于监管者的特定目标、投资者的成熟度和可供使用的资源。尤其不同投资群体的投资知识储备和生活条件存在很大的不同,相应的教育方式和应对侧重点有所不同。对于没有金融投资经验的潜在投资群体或初次证券投资者,需要重点介绍证券投资常识;对于城镇居民,可以通过报刊、电视台和网站等大众媒体发布投资者教育内容;对于广大农村居民,可以通

过宣传单、墙报和现场宣讲等方式提供投资者教育内容。对于不再有创造收入的能力退休的老人,投资既非常重要又需要非常谨慎。因此对他们的教育需要了解的是哪些投资品种最安全,收益最稳定,哪些中介机构是值得信赖的,市场中哪些骗局和陷阱是要注意的;而对于那些那些上学甚至还没有上学的孩子们,也应该为他们提供相应的投资知识的介绍,例如设立网站,让孩子们通过非常生动、好玩的游戏活动动画片来了解钱的意义及什么是投资,并且介绍那些教育储蓄的投资品种。这样,才能确保投资者教育的真正做到覆盖全面和实际效果良好。

(五) 鼓励、引导并帮助非盈利组织进行投资者教育活动

在投资者教育中,非盈利组织是开展投资者教育工作的重要力量。新闻媒体、财经高校、金融研究所等非盈利性组织由于相对证券机构更具有中立地位,比较能被证券投资者和潜在投资者所认同。我国非盈利组织的设立已经分布在许多社会领域,应该从政策上鼓励致力于投资者教育的非盈利组织的设立。包括报纸、电视台和新闻网站在内的新闻媒体可以开辟投资者教育园地,供投资者自由学习和浏览。财经高校和金融研究所的专家和学者可以通过组织不定期的证券投资讲座推动各投资群体提高对证券市场的分析判断能力和证券投资的研究实力。非盈利性组织依靠自身的影响力针对特有的覆盖群体进行证券必备知识的传播和证券投资理念的指导。

(六) 投资者教育应当强化市场监管机构的领导作用。

在投资者教育的组织和实施过程中,市场监管机构的领导作用是不容忽视的,具有关键作用。首先,全国性的投资者教育活动的开展需要各级监管机构的组织和协调,并监督和指导下各证券机构和社会力量的投资者教育的内容、形势和重点方向,对投资者教育的效果进行评估和审查。其次,对于非盈利性组织的投资者教育所需资金的来源,需要市场监管机构通过制定法规和制度来进行保障,推动社会力量顺利开展投资者教育活动,避免资金问题的困扰。

参考文献:

- [1] 李心丹,王冀宁.傅浩中国个体投资者交易行为的实证研究[J].经济研究,2002,(11):54-63.
- [2] 孙培源,施东晖.中国证券市场羊群行为实证研究[J].证券市场导报,2004,(8):39-43.
- [3] 孙培源,施东晖.基于CAPM的中国股市羊群行为研究[J].经济研究,2002,(2):64-70.
- [4] 赵学军,王永宏.中国股市“处置效应”的实证分析[J].金融研究,2001,(7):92-97.
- [5] 方立兵,曾勇.我国投资者处置效应的进一步检验[J].预测,2005,(6):41-46.
- [6] 钱海波.投资者教育重心的选择[J].经济论坛,2002,(20):20-21.

Analysis on Investor Education of Chinese Security Market

HE Lin-jie¹, LIAN Jin-jun², MA Chao-qun¹

(1.College of Business Administration, Hunan University, Changsha Hunan 410082;

2.Research Institute of Education, Xiamen University, Xiamen Fujian 361005)

Abstract: There is a great disjunction between the development of Chinese security market and the quality for a long time. From the definition of investor education, irrational behavioral characteristic, present situation of investor education and particularity of the investors in Chinese security market, the paper designs the relative strategies of investor education. Through these strategies, it hopes to build a healthy system of investor education, hence to realize the persistent development of Chinese security market.

Key words: security market; irrationality; investor education