

## 香港小投资者在股票上的投资行为

韩大远

(香港树仁大学, 经济及金融学系, 前助理教授)

曾汉棠

(香港城市大学, 中文及历史學系博士)

黄永强

(亚洲大学, 财务金融学系, 讲座教授)

鸣谢

韩大远早于 2012 年在期刊 (Asian Profile) 发表此文。蒙期刊编辑批准重用, 及曾汉棠博士襄助, 翻译及修改成此中文版本。现特此多谢 Asian Profile 编辑帮忙及指导。如有错漏, 文責由韩大远肩负。

本研究探讨了影响香港股票市场中小投资者决定投资行为的关键因素和决策过程。在行为金融学 (英语 Behavioural Finance) 的概念下, 我们提出了一些关于小投资者在股市活跃期间和热潮之后, 他们對投资行为和觀點发生变化的理論假设。然后, 通过问卷调查, 以从 1,199 名小投资者中收集的数据来验证这些假设。研究证明, 实证结果与行为金融学的预测, 特别是展望理论 (英语 Prospect Theory) 提供的预测基本一致。此研究为小投资者在股票市场中所作的投资行为提供了新的见解。

—

1997 年 7 月 1 日, 香港由英国依据 1984 年《中英联合声明》交还香港予中华人民共和国, 香港特别行政区同时宣告成立, 史称「香港回归」。回归后的香港, 尤其在新的千禧年里, 金融市场变得越来越动荡。即使在如香港般这些发达经济体, 股市在 2000 年至 2010 年间, 也经历了剧烈波动。例如, 从 2006 年 1 月开始, 在香港联合交易所交易的公司的股价飙升, 随后从 2007 年 10 月开始突然下跌。恒生指数在 2006 年 1 月至 2007 年 10 月期间上涨了 111.7%。然而, 到 2008 年 10 月, 该指数与 2007 年的峰值相比, 已经损失了三分之一以上的市值。

有不同类型的投资者将资金投入股票市场进行投资。一种重要的类型是一大群小投资者。他们的投资行为有别于基金经理和机构投资者等其他群体。对于这些小投资者来说, 当股价下跌时, 进入股市門槛的成本降低, 他们倾向于增加对股票的投资。然而, 我们对他们的投资策略以及他们在股票市场中的投资处理情况知之甚少。本文根据韩大远(Tai-Yuen Hon, 2012)<sup>1</sup> 期刊文章, 作翻译及修改。主要目的是研究影响香

---

<sup>1</sup> Tai-Yuen Hon. 2012. The Behaviour of Small Investors in the Hong Kong Stock Market. Asian Profile, Vol.40, No.3, June, pp.225-236.

港小投资者的因素、投资特征和决策过程。行为金融学是研究金融市场的一种新方法，在行为金融学的概念下，我们提出了几个关于小投资者在股市活跃期间和热潮之后，他们的观点和投资行为发生变化的假设。然后通过调查问卷使用从 1,199 名受访者收集的数据来验证这些假设。希望此文章以行为金融学的实证研究，能在回归后的香港历史上作一点贡献。

鉴于中国和香港经济之间的联系日益紧密，中国的经济政策对香港经济产生了重大影响。这反过来又影响了香港的股票价格。2006 年 4 月 13 日，中国政府宣布了合格境内机构投资者（英语 Qualified Domestic Institutional Investors，简称 QDII）计划，允许中国机构和居民通过中国商业银行在海外投资金融产品。市场投资者对该计划感到非常兴奋。中国的小投资者对投资香港股票市场特别感兴趣。由于预期会有更多资金流入股市，恒生指数在中国政府宣布后大幅上涨。实际上，该计划只允许中国的个人投资者间接投资海外股票，主要通过香港的上市金融机构办理交易。这些金融机构设立了 QDII 基金，并邀请中国投资者认购这些基金。然而，推出后的所有 QDII 基金都录得了亏损，该计划似乎已经失去了对投资者的吸引力。最初，中国政府还探索了所谓「直通车」计划的可能性，该计划允许中国居民个人直接交易香港股票。然而，2007 年 11 月 3 日，温家宝总理表示，需要仔细评估“直通车”计划对香港金融体系稳定性可能产生的不利影响。此外，海外市场低迷可能是北京当时无限期搁置该计划的另一个可能原因。由于这一政策变化，小投资者对“直通车”计划失去信心，在香港市场抛售股票，导致恒生指数大幅下跌。

次按危机<sup>2</sup>（2007-2010 年）是另一个导致香港股市小投资者失去信心的事件。2007 年美国发生金融危机后，当地投资者开始对抵押证券失去信心，他们试图在利润流动性的影响下离开股市。尽管许多央行向金融市场注入了大量资金，但它们无法阻止金融危机在全世界的蔓延。2008 年 9 月，全球金融市场开始失控。许多著名的公司，如投资银行如雷曼兄弟（英语 Lehman Brothers）和保险公司如美国国际集团（英语 American International Group），面临破产或被美国政府接管。在香港，许多小投资者通过投资雷曼兄弟（英语 Lehman Brothers）的“迷你债券”而蒙受损失，雷曼兄弟是一种称为信用违约掉期的衍生品。在这种情况下，当地投资者非常担心全球金融危机及其经济后果。为了规避财务风险，许多投资者在香港联合交易所出售了他们的股票。结果，危机爆发后股价大幅下跌。人们可能会提出以下问题：在 2006 年 1 月至 2007 年 10 月香港股市繁荣期间和高峰之后，小投资者是否改变了他们的观点和投资行为？如果是这样，他们的观点和投资行为发生了怎样的变化？新的行为金融学方法是否有助于解释这种变化？是故，我们进行了本研究来解释这些问题。

## 二

根据马丁·休厄尔(Martin Sewell, 2010)<sup>3</sup> 的说法，行为金融学是研究心理学对金融从业者行为的影响以及随后对市场的影响。这个新兴领域之所以引起人们的兴趣，是因为它有助于解释市场效率低下的原因和方式。开发了个人投资行为模型，将心理学与经济学的见解相结合。这些模型还试图理解和预测心理决策过程对金融市场的系统

---

<sup>2</sup> Jengfang Chen, Chunghuey Huang, Ming-Long Wang, and Jia-Chi Cheng. 2010. Information Effects During the U.S. Subprime Crisis, Evidence from the Asia-Pacific Region. *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol. 46, pp. 75-86.

<sup>3</sup> Martin Sewell. 2010. *Behavioural Finance*. Working paper, University of Cambridge.

影响，特别是在不确定时期。下面我们概述了这个新研究领域中与本研究相关的一些关键概念。

展望理论（英语 Prospect Theory），是一个行为金融学的理论，为心理学教授丹尼尔·康纳曼和阿摩司·特沃斯基(Daniel Kahneman and Amos Tversky) 提出的。这个理论的假设之一是，每个人基于初始状况（参考点位置）的不同，对风险会有不同的态度。此理论是行为金融学的重大成果之一。人们在面临获利时，往往小心翼翼，不愿冒险；而在面对损失时，人人都变成了冒险家。人们对损失和获得的敏感程度不同，损失的痛苦，远远要大于获得的快乐。1970 年代，丹尼尔·康纳曼(Daniel Kahneman)和阿摩司·特沃斯基 Amos Tversky) 系统地研究这一领域。长久以来，主流经济学都假设每个人作决定时都是「理性」的，然而现实情况并不如此；展望理论加入了人们对得失、发生机率高低等条件的不对称心理效用，成功解释了许多看来不理性的现象。展望理论对分析在不确定情况下的人为判断和决策方面作出了突出贡献，丹尼尔·康纳曼(Daniel Kahneman)更因此获得 2002 年的诺贝尔经济学奖，于 2011 年出版畅销书《快思慢想》，展望理论是描述性而非指示性的理论——它旨在解释现象，而非分析怎样作决策才是最好的。利用展望理论可以对风险与报酬的关系进行实证研究。此理论可以 S 型的价值函数解释，在面对利得时是凹函数(英语 concave)，损失是凸函数(英语 convex)，这表示投资者每增加一单位的利得，其增加的效用低于前一单位所带来的效用，而每增加一单位的损失，其失去的效用也低于前一单位所带来的效用。此价值函数，损失的斜率比利得的斜率陡峭。即投资者在相对应的利得与损失下，其边际损失比边际利得敏感。损失一单位的边际痛苦大于获取一单位的边际利润，也就是个人有损失趋避(英语 loss aversion) 的倾向。

丹尼尔·康纳曼和阿摩司·特沃斯基(Daniel Kahneman and Amos Tversky, 1979)<sup>4</sup>使用认知心理学来解释基于新古典经济理论的经济决策的各种分歧，他们提出了展望理论的原始版本，可以将其视为预期效用最大化理论的替代方案。基于展望理论，人们不太相信可能的结果，而不是确定的结果。这种趋势被称为「确定效果」(英语 certainty effect)，在做出涉及确定收益，高收益或低损失的选择时会导致风险规避，例如股价上升中，多数人会选择沽出股票，先变现获利，倾向选择效用低，也就是获利低，且确定性高的选项；在做出涉及确定损失，低收益或高损失的选择时会导致风险寻求，例如股价下跌中，多数人会选择持有股票，待股价回升，用赌一把的心态来处理，倾向降低效用，只求减少损失的可能性。

框架相依（英语 Framing）<sup>5</sup> 是行为金融学中的一个重要概念，指的是向决策者提出问题的方式。投资者会因为情境和问题的陈述与表达不同而有不同的选择。个人根据参考点来作决策，就是框架相依的现象。在许多情况下，决策者在如何思考问题方面具有灵活性。根据 Shefrin (2003)<sup>6</sup>的说法，个人通常透过依靠构成其心理和情感过滤器的轶事和刻板印象的收集来理解和应对事件（例如，做出投资选择）。心理账户（英语 mental accounting）的一个重要特征是狭隘的框架，即倾向于将个人赌博与财富的其他部分分开对待。换句话说，当提供赌博时，人们经常将它评估为他们在世界上

---

<sup>4</sup> Daniel Kahneman and Amos Tversky. 1979. Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, Vol. 47, pp. 263-292.

<sup>5</sup> Amos Tversky and Daniel Kahneman. 1981. The Framing of Decisions and the Psychology of Choice. *Science*, New Series, Vol. 211, pp. 453-458.

<sup>6</sup> Hersh Shefrin. 2003. *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*.

面临的唯一赌博，而不是将它与先前存在的赌注合并，看看新赌注是否值得增加（尼古拉耶夫·巴贝里斯 Nicholas Barberis and 理查德·塞勒 Richard Thaler, 2003）<sup>7</sup>。

认知失调（英语 Cognitive dissonance）<sup>8</sup>是另一个从心理学中借来的关键概念，是人们在看到他们的信念或假设是错误的证据时所经历的心理冲突。因此，认知失调可能被归类为一种后悔的痛苦，或对错误信念的后悔（劳勃·席勒 Robert J. Shiller, 2001）<sup>9</sup>。它会影响个人随后的决策。当个人对所面临的情况和他们心中的想法和假设不同时，所产生的一种心理冲突。个人可能会采取行动降低认知失调，例如，可能避免新资讯或极力为自己错误的想法辩护。

过度自信（英语 Overconfidence）意味着对个人成功的能力过于乐观。亚历山德罗斯·贝诺斯(Alexandros V. Benos, 1998)<sup>10</sup>研究了一种极端形式的后验过度自信，即一些风险中性投资者高估了其私人信息的准确性。过度自信的交易者参与市场往往会导致更高的交易量和更大的波动性。正如巴伯和欧丁(Bard M. Barber and Terrance Odean, 2000)<sup>11</sup>的研究表明的那样，过度自信可以解释高交易水平和由此导致的个人投资者表现不佳。

定位（英语 Anchoring）是指需要定量评估的决策过程，并且这些评估可能会受到建议的影响。人们的脑海中有一些参考点（称为定位），如以前的股价。当他们收到新信息时，他们可能会不充分地调整他们的参考点（即对新获得的信息反应不足）。定位描述了个人如何倾向于关注最近的行为，而对较长时间的趋势给予较少的重视（阿摩司·特沃斯基 Amos Tversky 和 丹尼尔·康纳曼 Daniel Kahneman, 1974）<sup>12</sup>。

从众行为（英语 Herd behaviour）意味着小投资者跟随市场上大多数人的所为。羊群效应与影响预期、没有新信息的变幻莫测、泡沫、时尚或狂热密切相关。然而，羊群需要一个协调机制。这种机制可能是一种广泛的规则，可以根据市场中的一些信号（例如，价格变动）或个人观察其他决策者和市场趋势的能力进行协调（Salmon, 2001）<sup>13</sup>。羊群行为是指在个体之间相关的行为模式，但也可能是由独立行动的投资者中相关的普遍资讯引起的。具有群体行为的人会做别人正在做的事情，而不是根据他们自己的资讯做最合适的事情。羊群行为与一些概念如期望、(没有新资讯下的)变幻变化、泡沫、时尚和狂热密切等相关。巴伯，石南和欧丁(Brad M. Barber, Chip Heath and Terrance Odean, 2003)<sup>14</sup>比较了团体（股票俱乐部）和个人的投资决策。个人和股票俱乐部都更有可能购买与充分理由相关的股票（例如，一家公司被列入最受尊敬的公司名单）。然而，股票俱乐部比个人更喜欢这些股票，即使这些原因不会改善业绩。前面

---

<sup>7</sup> Nicholas Barberis and Richard Thaler. 2003. A Survey of Behavioral Finance. pp. 1051-1121 in G.M. Constantinides, M. Harris, and R.M. Stulz (eds), Handbook of the Economics of Finance, Elsevier Science.

<sup>8</sup> Amos Tversky and Daniel Kahneman. 1974. "Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases" Science, New Series, Vol. 185, pp. 1124-1131.

<sup>9</sup> Robert J. Shiller, R.J. 2001. "Human Behavior and the Efficiency of the Financial System" pp.1305-1314 in J.B. Taylor and M. Woodford.(eds.) Handbook of Macroeconomics, Vol. 1, Elsevier Science.

<sup>10</sup> Alexandros V. Benos.1998. Aggressiveness and Survival of Overconfident Traders. Journal of Financial Markets, Vol. 1, pp. 353-383.

<sup>11</sup> Bard M. Barber and Terrance Odean, 2000. "Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors," Journal of Finance, Vol. 55, pp. 773-806.

<sup>12</sup> Amos Tversky and Daniel Kahneman. 1974. "Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases" Science, New Series, Vol. 185, pp. 1124-1131.

<sup>13</sup> Salmon, M. 2001. "Behavioral Finance and Market Psychology," Working paper.

<sup>14</sup> Brad M. Barber, Chip Heath and Terrance Odean. 2003. Good reason-based choice among group and individual investors in the stock market. Management Science 49: 1636-1652.

提到的 Chao Li, Zongyi Hu 和 Liwei Tang (2019)<sup>15</sup>的七因素模型也表明, 中国 A 股市场的羊群行为在市场动荡时期更为普遍, 尤其是在市场下跌时。

配置效果(英语 Disposition Effect)<sup>16</sup>指的是股票市场的两种现象。首先, 投资者倾向于持有亏损股票并避免因出售亏损投资相关而后悔(英语 Regret), 而在第二种情况下, 投资者倾向于出售股票以锁定利润。在这些情况下, 有两种心理学描述了投资者, 投资者的后悔和尴尬导致第一种现象, 而他们的傲慢则导致第二种现象。因此, 投资者具有配置效应, 导致他们出售成赢家并持有成输家。配置效应是由卡尼曼和特沃斯基的展望理论 (Kahneman and Tversky, 1979) 扩展而成。Brad M. Barber, Yi-Tsung Lee, Yu-Jane Liu 和 Terrance Odean (2008)<sup>17</sup>, 欧丁(Terrance Odean, 1998, 1999)<sup>18</sup>, Xuejun Zhao 和 Yonghong Wang (2001)<sup>19</sup>分别在台湾, 美国和中国股市中发现了配置效应。他们的结论是, 投资者倾向于出售有利可图的股票, 并继续持有亏损的股票。另一方面, Terrance Odean (1998, 1999) 还发现, 美国股票投资者在十二月由于避税出售更多亏损股票, 故此, 配置效应(Disposition Effect)不那么明显。

韩大远(Tai-Yuen Hon, 2013)<sup>20</sup>所作的研究, 影响小投资者投资的因素和决策过程。在 2006 年 1 月至 2007 年 10 月香港股市繁荣期间和之后, 小投资者的行为发生了变化。小投资者过度自信(英语 Overconfidence), 他们在 2006 年 1 月至 2007 年 10 月的活跃市场期间购买了股票。紧接在 2006 年 1 月至 2007 年 10 月的股市活跃之后, 股市大幅调整, 小投资者也有从众行为(Herd behaviour), 他们卖出股票。

韩大远和林祥(Tai-Yuen Hon and Richard Cheung Lam, 2014)<sup>21</sup>研究影响参与银行股票市场的香港小投资者的因素、投资特征和决策过程。基于行为金融学的一些关键概念 (例如配置效果、从众行为、定位和展望理论), 该调查于 2013 年 9 月 23 日至 2013 年 10 月 31 日期间进行。提出了四个假设, 并使用从香港小投资者收集的数据进行了检验。这项研究得出了几项发现。首先, 发现小投资者的投资经验与其银行股票投资的平均回报率之间存在显著的相关性。小投资者经验丰富, 交易经验丰富, 配置效应(英语 Disposition Effect)较低, 因为他们对市场有更好的了解, 更了解这种趋势, 因此可能会纠正它。因此, 与经验不足的小投资者相比, 经验丰富的小投资者因银行股票投资而蒙受损失的比例较小。其次, 小投资者改变其当前股票持有量的原因与银行股市场大幅调整的原因之间存在显著相关性。这一发现表明, 从众行为(英语 Herd behaviour) 在小投资者中经常发生, 他们倾向于在大幅调整期间出售股票。

---

<sup>15</sup> Chao Li, Zongyi Hu and Liwei Tang. 2019. Re-examining the Chinese A-share herding behavior with a Fama-French augmented seven-factor model. *Applied Economics* 51: 488-508.

<sup>16</sup> Hersh Shefrin and Meir Statman. 1985. The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence. *Journal of Finance* 40: 777-790.

<sup>17</sup> Brad M. Barber, Yi-Tsung Lee, Yu-Jane Liu, and Terrance Odean. 2008. Just How Much Do Individual Investors Lose by Trading? *Review of Financial Studies* 22: 609-32.

<sup>18</sup> Terrance Odean. 1998. Volume, Volatility, Price, and Profit When All Traders Are Above Average. *Journal of Finance* 53: 1887-1934.

Terrance Odean. 1999. Do Investors Trade Too Much? *American Economic Review* 89: 1279-1298.

<sup>19</sup> Xuejun Zhao and Yonghong Wang. 2001. The Empirical Study on Disposition Effect in China's Stock Market. *Journal of Financial Research* 7: 92-97

<sup>20</sup> Tai-Yuen Hon. 2013. The Investment Behaviour of Small Investors in Stock Market: A Survey in Hong Kong. *International Journal of Financial Management*, Vol. 3, Issue 3, 8-25.

<sup>21</sup> Tai-Yuen Hon and Richard Cheung Lam. 2014. The Investment Behaviour of Small Investors in the Hong Kong Bank Stock Market. Paper-Proceedings of the 10th Biennial Conference of Asian Consumer and Family Economics Association, Taipei, Publishers: Department of Public Finance, National Chengchi University, Taiwan; Association for China Economic Studies (ACES), Taiwan, July 2014, pp.543-563.

韩大远，岑国正和胡佳贤(Tai-Yuen Hon, Paul Shum and Kai-Yin Woo, 2015)<sup>22</sup> 研究香港小投资者对金融衍生工具的概况和态度，以及他们对不同金融衍生工具的投资模式。该调查于 2014 年 1 月 21 日至 2014 年 3 月 21 日期间进行。首先，探讨了衍生品小投资者的交易模式和表现。发现小投资者主要交易认股证（英语 warrants）和股票期权（英语 stock options）。发现小投资者的投资经验与其衍生品投资的平均回报之间存在显著的相关性。拥有更多交易经验的小投资者可能具有较低的配置效应(英语 Disposition Effect)，因为他们对市场有更好的了解，更了解这种趋势，因此可能会纠正它。因此，与经验不足的小投资者相比，经验丰富的小投资者在衍生品投资中遭受的损失较小。

### 三

关于行为金融学的理论和概念相对较新。它们是否可以应用于现实世界的环境仍然是一个有争议的领域。需要更多的理论发展和实证研究。为了解释香港股市繁荣期间和之后小投资者行为的变化，我们试图根据展望理论和上一节讨论的概念设置几个研究问题。本研究将解决以下五个问题。在用一些理论解释讨论了这些问题之后，我们提出了相应的假设，用经验数据来检验。

1. 小投资者对自己预测市场趋势能力的信念与他们对股市繁荣时期市场是否被高估的看法之间是否存在关系？

如果小投资者认为自己可以预测市场走势，往往会过于自信，进而影响他们对市场价格的判断。第一个问题可以转化为以下假设：

H1：小投资者对自己预测未来市场发展能力的信念与对股市繁荣时期市场是否被高估的信念之间存在着重要的关系。

2. 小投资者改变其持有股票的理由与他们认为对 2007 年 10 月底开始的市场大幅调整最重要的原因之间是否存在关系？

当小投资者出现羊群行为时，他们可能会因市场大幅调整而抛售股票。羊群效应会影响投资者为证明其出售股票的决策而给出的理由。因此，我们提出了以下假设：

H2：小投资者今天改变其股票持有量的原因与他们认为对市场大幅调整最重要的原因之间存在着重要关系。

3. 在股市上涨期间，小投资者为改变其持有的股票持有量而给出的最重要因素与他们在股市上涨期间为市场高估而给出的最重要因素之间是否存在关系？

在活跃的股市中，小投资者可能会有心理账户。他们通常认为，最近价格上涨与活跃的股市有关的概率被赋予了太多的权重。此外，他们认为投资组合中有一个“安全”的部分可以免受下行风险的影响，而“有风险”的部分则旨在增加他们的财富。基于上述推理，我们提出以下假设：

H3：在股市活跃期间，小投资者为改变其证券持有量而给出的最重要因素与他们在市场高估而给出的最重要因素之间存在着显著的关系。

---

<sup>22</sup> Tai-Yuen Hon, Paul Shum and Kai-Yin Woo. 2015. Behavioral Study of Financial Derivatives Investments in Hong Kong. Asian Profile, Vol. 43, No. 6, 539-548.

4. 如果出现与 2007 年 10 月之后类似的经济衰退，小投资者对市场是否会复苏的看法与他们对今天市场价值的看法之间是否存在关系？

小投资者往往有一些参考点或定位。认为今天市场被低估的小投资者可能会认为它将在未来几年内恢复到活跃股市期间的水平。换句话说，他们对未来充满信心和乐观。因此，我们提出以下假设：

H4：如果出现与 2007 年 10 月之后类似的经济衰退，小投资者对市场是否会复苏的看法与他们对今天市场价值的看法之间存在着重要的关系。

5. 在必须做出决定的情况下，小投资者对所提供信息的重视程度与他们对股价连续上涨三天后继续上涨的可能性的信念之间是否存在关系？

根据展望理论，小投资者将持有亏损头寸，希望价格最终会回升。该理论还预测，他们将在收益方面规避风险。换句话说，当小投资者认为恒生指数第二天会升值时，他们就会在活跃的股市中卖出股票。因此，我们提出以下假设：

H5：在必须做出决定的情况下，小投资者对所提供信息的重视程度与他们对恒生指数连续三天上涨后继续上涨的可能性的信念之间存在着重要关系。

## 四

本研究的数据是通过调查问卷从香港的小投资者那里收集的。调查的主要目的是收集他们在投机性股票市场中的意见、投资行为和财务决策行为。该调查于 2008 年 10 月至 11 月期间进行。在对十名受访者进行先导测试（英语 pilot test）后，我们进行了一些修改（例如重新措辞一些问题以消除歧义），然后才最终确定问卷。我们使用非概率抽样（英语 non-random sampling）来选择受访者。一组本科生帮助将 1,200 份问卷分发给受访者。在调查期结束时，共返回了 1,199 份问卷。最终，有 1,199 名被选中的受访者完成并收集数据。由于一些受访者没有回答问卷中的所有问题，因此我们只使用回答的数量（即受访者没有回答的问题不计算在内）来计算单个条目的总数和总数的百分比。

该问卷旨在获取有关人口统计、投资经验和行为以及影响受访者财务决策的因素的信息。我们采用了瑞典隆德大学（英语 Lund University）的 Malena Johnsson, Henrik Lindblom 和 Peter Platan（2002）<sup>23</sup> 开发的现有问卷，并针对本研究进行了修改。问卷的第一部分侧重于受访者的投资经验和对投资条件的看法，以及影响其财务决策的因素。第二部分收集受访者的个人信息，包括性别、年龄、就业状况和平均月收入。

表 1：受访者的人口统计特征

---

<sup>23</sup> Malena Johnsson, Henrik Lindblom and Peter Platan. 2002. Behavioral Finance - And the Change of Investor Behavior During and After the Speculative Bubble at the End of the 1990s. Master Thesis, School of Economics and Management of Lund University, Sweden.

个人特征	总数	占总数的百分比
性别：		
女人	534	44.5
男人	664	55.4
年龄组：		
25岁以下	397	33.1
26-35岁	297	24.8
36-50岁	332	27.7
51-65岁	148	12.3
65岁以上	25	2.1
就业状况：		
员工	778	64.9
自雇人士	123	10.3
退休	80	6.7
其他	218	18.2
收入：		
HK\$5,000 以下	265	22.1
港币 5,000 元至港币 9,999 元	226	18.8
港币 10,000 元 - 港币 14,999 元	268	22.4
港币 15,000 元 - 港币 19,999 元	193	16.1
港币 20,000 元 - 港币 24,999 元	117	9.8
港币 25,000 元 - 港币 29,999 元	46	3.8
港币 30,000 元 - 港币 49,999 元	52	4.3
港币 50,000 元或以上	32	2.7

表 1 报告了受访者的概况。不到一半（44.5%）的受访者是女性，55.4%是男性。大部分受访者年龄在 50 岁以下（85.6%），只有 14.4%的受访者年龄在 51 岁或以上。在就业状况方面，64.9%的受访者为雇员，10.3%为自雇人士，6.7%为退休人士，18.2%为“其他”，包括家庭主妇和学生。最后，受访者的平均收入为 14,564 港元，而收入中位数为 12,034 港元。鉴于受访者的上述人口统计数据，我们认为他们代表了香港的小投资者。

为了检验假设 1-5，我们将个人对问卷中不同项目的回答进行比较。这些回应之间的关系由克莱姆 V（英语 Cramer's V）和卡方检定（英语 Chi-Squared Test）表示。



表 2 显示了受访者对问卷中各个问题项目的回答分布。这些项目旨在反映行为金融学中的一些重要概念。如假设中所述，对一个项目的回应旨在与对另一个项目的回应相关。

表 2：对各种项目的答复

项目和回应	总数	占总数的百分比
1. 在 2006 年 1 月至 2007 年 10 月底的股价上涨期间，您是否在任何时间点认为可以预测未来的市场发展？		
是的	336	28.0
不	490	40.9
不能说	369	30.8
2. 在您看来，在 2006 年 1 月至 2007 年 10 月底期间，股票市场是否被高估了？		
是的	678	56.5
不	181	15.1
不能说	337	28.1
3. 在今天做出投资决策时，您认为以下哪个因素最重要？（选择一个备选方案）		
来自公司的信息作为基本面分析的基础。	303	25.3
来自专业投资者的建议、建议和预测。	221	18.4
从历史的角度来看市场过去的整体表现。	301	25.1
来自报纸/电视的信息。	113	9.4
来自互联网的信息。	47	3.9
与私人朋友讨论。	85	7.1
来自同事在工作中的信息。	30	2.5
自己对未来表现的直觉。	99	8.3
4. 您认为从 2007 年 10 月底到今天市场下跌的最重要因素是什么？（选择一个备选方案）		
媒体上的新闻报道。	120	10.0
分析师的预测。	95	7.9
投资者对股市失去信心。	391	32.6
上市公司的盈利和盈利能力。	214	17.8
从众行为（即小投资者跟随多数）。	294	24.5

项目和回应	总数	占总数的百分比
5. 在 2006 年 1 月至 2007 年 10 月底期间，您做出投资决策时，您认为以下哪些因素最重要？（选择一个备选方案）		
来自公司的信息作为基本面分析的基础。	242	20.2
来自专业投资者的建议、建议和预测。	265	22.1
从历史的角度来看市场过去的整体表现。	287	23.9
来自报纸/电视的信息。	125	10.4
来自互联网的信息。	58	4.8
与私人朋友讨论。	89	7.4
来自同事在工作中的信息。	38	3.2
自己对未来表现的直觉。	95	7.9
6. 您认为在 2006 年 1 月至 2007 年 10 月底期间，导致市场估值过高的最重要因素是什么？（选择一个备选方案）		
媒体上的新闻报道。	55	4.6
分析师的预测。	66	5.5
股票市场投资者的过度自信。	168	14.0
上市公司的盈利和盈利能力。	45	3.8
从众行为（即小投资者跟随多数）。	343	28.6
7. 如果今天市场出现与 2007 年 10 月底类似的大幅下滑，你是否同意市场一定在几年左右的时间里恢复到以前的水平？		
非常同意	82	6.8
有点同意	258	21.5
中性	462	38.5
有点不同意	294	24.5
强烈不同意	103	8.6
8. 如果你看看今天的股市，在你看来，是：（选择一个替代方案）		
高估了_____%	146	12.2
被低估了_____%	187	15.6
从根本上说是正确的。	420	35.0
不能说。	434	36.2
项目和回应	总数	占总数的百分比
9、假设以下情况：近两年某公司股价上涨了 70%，该股票前景一片光明。您如何评价这些信息？（选择一个备选方案）		
这只股票值得购买。	217	18.1
这些信息不足以购买股票。	800	66.7
这只股票不值得购买。	181	15.1

10. 如果恒生指数在过去三天连续上涨，明天升值的概率是多少？		
小于 10%	52	4.4
10%至 20%以下	69	5.7
20%至 30%以下	118	9.9
30%至 40%以下	144	12
40%至 50%以下	132	11
50%至 60%以下	448	37.4
60%至 70%以下	96	8
70%至 80%以下	83	6.9
80%至 90%以下	32	2.7
90%至 100%以下	11	0.9
100%	8	0.7

为了检验假设 1，我们比较了对第 1 项和第 2 项的反应，这表明过度自信与认知失调之间的关系。我们预计，在 2006 年 1 月至 2007 年 10 月底期间，小投资者对其预测市场能力的信念（即过度自信）与他们对市场是否被高估的看法（即认知失调）之间存在显著关系。如表 3 所示，Cramer's V 值为 0.139，在 0.01 水平上关系显著。鉴于这一发现，假设 1 得到支持。

表 3：统计结果

假设	克莱姆 V 值 (Cramer's V)	大致显著 (Approximate Significance)
假设 1（对第 1 项和第 2 项的响应关系）	0.139	0.000
假设 2（对第 3 项和第 4 项的响应关系）	0.099	0.030
假设 3（与第 5 项和第 6 项的回应关系）	0.088	0.828
假设 4（对第 7 项和第 8 项的回答关系）	0.102	0.000
假设 5（对第 9 项和第 10 项的答复关系）	0.214	0.000

假设 2 通过比较对第 3 项和第 4 项的响应来检验。这是一个关于投资构成和特征的更广泛问题，其基础是羊群行为理论，即羊群行为是高估和市场下跌的原因。预计小投资者改变其持有股票的理由与他们认为对 2007 年 10 月开始的市场大幅调整最重要的原因之间存在着重要关系。例如，如果一个小投资者认为分析师的预测对经济衰退很重要，那么该投资者可能会合理地关注分析师今天的预测，以便充分了解可能影响他或她持有的股票的重要新闻报道。两者的 Cramer's V 值为 0.099，在 0.05 水平上显著。因此，假设 2 也得到支持。

假设 3 是通过比较受访者对第 5 项和第 6 项的答案来检验的。第 5 项涉及小投资者在股市活跃期间改变其股票持有量的最重要因素。心理账户理论是这个项目背后的概念。这两个项目之间的比较是对心理账户和认知失调概念之间联系的探索。小投资者倾向于关注最近的行为，而对长期趋势的重视程度较低。最近价格上涨与活跃的股市有关的概率可能被赋予了过多的权重，这可能会强化羊群行为。因此，我们预计人们实际使用的信息来源与他们认为在活跃的股市中最重要的信息来源之间存在重要关系。例如，互联网广泛可用和流行，有许多互联网经纪人和许多网站提供有关公司的财务信息。此外，报纸每天都会提供热门股票提示。因此，我们预测，其中一些广泛可用的信息会影响人们及其对股市活跃的看法。Cramer's V 值为 0.088，在 0.05 水平上关系不显著。与假设相反，对第 5 项和第 6 项的回答之间没有发现任何关系。因此，不支持假设 3。

假设 4 通过比较对第 7 项和第 8 项的响应来检验。比较用于确定一方面的信心和乐观与另一方面的定位之间是否存在关系。认为今天市场被低估的小投资者可能会相信市场将在几年内恢复到股市活跃期间的水平。预计这种信念将与他或她对当今市场价值的看法有关。两者的 Cramer's V 值为 0.102，在 0.01 水平上显著。因此，假设 4 得到支持。

假设 5 通过比较对第 9 项和第 10 项的响应来检验。它指定了在必须做出决定的情况下，小投资者对他们所拥有的信息的重视程度与他们认为股价指数在连续上涨三天后将继上涨之间的关系。这种关系的存在意味着丹尼尔·康纳曼和阿摩司·特沃斯基 (Daniel Kahneman and Amos Tversky) 的经典价值函数 (即展望理论) 是正确的。结果表明，Cramer's V 值为 0.214，在 0.01 水平上关系显著。鉴于这一发现，假设 5 得到支持。值得注意的是，无论股市涨价多少天，第二天上涨或下跌的概率都是 50-50。对于小投资者来说，即使对于本质上是随机的数据，也被认为存在一些股价模式。然而，价格持续上涨几乎是不可能的。这与过度自信假说是一致的。还可以帮助解释为什么小投资者在特定情况下过于重视先前事件的概率，因为他们不愿意改变自己的观点。

## 六

本研究的主要目的是找出影响香港小投资者投资行为的一些因素和决策过程。基于展望理论和行为金融学的一些关键概念，我们提出了五个假设，并使用从香港 1,199 名小投资者那里收集的数据集进行了测试。该研究得出的几项发现与行为金融学的预测基本一致。首先，在股市活跃时期，认为自己可以预测市场的小投资者数量与市场在此期间是否被高估之间存在显著关系。这一发现意味着小投资者往往过于自信，经常在股市活跃时买入股票。其次，发现小投资者改变其当前股票持有量的原因与市场大幅调整的原因之间存在显著关系。这一发现表明，从众行为在小投资者中经常发生，他们倾向于在大幅调整期间出售股票。第三，在股市活跃期间，小投资者认为对改变其持有的股票资产最重要的因素与他们认为在同一时期导致市场估值过高的最重要因素之间没有显著关系。换句话说，在活跃的股市中，假设小投资者有心理账户，验证后不获支持。他们经常认为，在他们的投资组合中有一个“安全”的部分，可以免受下行风险的影响，而他们的投资组合中有一个“有风险”的部分，旨在增加财富。第四，我们发现，如果出现类似于 2007 年 10 月之后的经济衰退，小投资者对市场是否会复苏的看法与他们对今天市场价值的看法之间存在着重要关系。这一发现表明，小

投资者在投资股票市场时会考虑一些参考点（即定位）。例如，认为今天市场被低估的小投资者可能会合理地认为市场将在几年内恢复到股市活跃期间的水平。最后，小投资者在必须做出决定的情况下如何重视信息，与他们对股价指数连续上涨三天后继续上涨的可能性的信念之间也存在显著关系。这一发现，给予较少被重视丹尼尔·康纳曼和阿摩司·特沃斯基(Daniel Kahneman and Amos Tversky)的经典价值函数（即展望理论），提供了实证支持。小投资者倾向于持有亏损头寸，希望股价最终会回升。展望理论还预测，小投资者将对收益避险，这意味着他们认为股价指数将继续升值，因此他们将在活跃的股市中出售股票。

虽然本研究是探索性的，但获得了一些与行为金融学预测一致的结果。因此，本研究加深了我们对香港小投资者投资行为的了解。然而，这项研究也有一些局限性，特别是在其研究设计方面。首先，我们使用问卷调查来收集数据，而不是使用实验设计，这可以更好地检验因果关系。其次，调查数据是通过非随机抽样(英语 non-random sampling)而不是随机抽样(英语 random sampling)收集的。第三，我们关注不同问题项的回答之间的关系，并对这些关系进行了简单的测试。最好开发一个复杂的模型，并使用高级统计信息测试模型中的关系。需要对小投资者的投资行为进行更多的实证研究及未来应在其他亚洲国家进行更多研究。各种行为金融学理论，虽言之成理，但常需一些特定假设，专注于个体行为而忽略市场的客观条件。今天，人工智能年代已来临，跨领域研究普及，有助进一步瞭解市场本质。中国学术界研究气氛浓厚。

## 七

回归前，以 1973 年的股灾最为经典。1973 年香港股市遭遇股灾，历时共一年零九个月，跌幅高达 91.5%。数以万计的市民因此而破产，甚至自杀。相比于本文所述的回归后的股灾，以展望理论价值函数解释，损失的斜率比利得的斜率应最陡峭。即投资者在相对应的利得与损失下，其边际损失比边际利得最敏感。损失一单位的边际痛苦极大于获取一单位的边际利润，即使股市大跌趋势已成，小投资者对跌市极度麻木，他们会继续持有股票，导致帐面的亏损会愈来愈大。虽无实证研究，但推断 1973 年的股灾展望理论成立。相比于 1973 年的股灾，回归后在 2006 年 1 月至 2007 年 10 月股市活跃期间和之后大幅下滑成股灾，损失的斜率比利得的斜率应较次陡峭。即投资者在相对应的利得与损失下，其边际损失比边际利得较次敏感。损失一单位的边际痛苦较大于获取一单位的边际利润。即使股市大跌趋势已成，小投资者对跌市麻木，他们会继续持有股票，导致帐面的亏损会愈来愈大。本文于此，已证实展望理论成立。

回归后最明显的另一次大升市，是自 2016 年 2 月份由当时低位 18,320 点，大幅上升至 2018 年 1 月份 33,154 点，受惠于北水南流及科网股首次公开募股(英语 Initial Public Offerings, 缩写 IPO)受热捧，股市于 2018 年 1 月 29 日历史最高见 33,484 点，升幅达 82.8%。随后股票市场跌市，是自 2018 年 1 月 29 日后下跌，大环境是资金因为美国税改，大举回流美元资产，至 2019 年 1 月 1 日，从最高位已跌至 28,010 点数。踏入 2024 年不到 1 个月，恒生指数在 1 月 22 日已跌至 14,794 点。与 2018 年 1 月 29 日恒生指数高峰相比，长达 6 年间下跌了 55.8%。回归后至今，令港人最难忘的一年，相信是 2019 年 3 月 15 日开始，至 6 月 9 日大规模爆发的社会运动，史称反对(逃犯条例修订草案)运动(英语 Anti-Extradition Law Amendment Bill Movement)。兼且，2019 年末，在港引发的严重特殊传染性肺炎(英语 Coronavirus disease 2019)，缩写 COVID-19，截至 2023 年 3 月 10 日，全球各国“官方通报”已累计报告逾 6.76 亿名确诊病例，逾 688.1 万患者死

亡。回顾 2021 年 1 月 31 日起，最新 BNO 移民方案(5+1 移民签证)推出，加上之后加拿大，澳洲，台湾等放宽移民政策出现，掀起港人移民热潮，亦有港人退休，移居内地。移民或移居决定，在在需财，而股票较房产流动性高，在此情况下，沽股票变现是理性行为。小投资者具诱因选择沽出手头上的股票应急，比持有股票的诱因大很多。兼且，严重特殊传染性肺炎(缩写 COVID-19)后，百业萧条，政府推出的两期消费券，亦无补于事，中小投资者要维持生意经营及维持家庭开支，同理沽出手头上的股票变现应急，比持有股票的诱因大很多。长达 6 年间的跌市下，损失一单位的边际痛苦可能等于于获取一单位的边际利润。即使股市长期跌势已成，小投资者对跌市麻木感觉与升市获取一单位的边际利润相若，是故，他们有机会沽出股票变现，以求所需，多于麻木继续持有股票者。虽无实证研究，但推断过去 6 年间长的跌市，展望理论不成立，亦即显示，小投资者在长期跌市(2018 年至 2024 年，即 6 年间)作出理性的沽售股票行为。今日香港，小投资者仍面对经济及社会的客观局限环境变化，审时度世，过往环球长期低息环境已过，利息复常已久，国际资金流出，亦未显见大量国内资金流入，房地產市道低迷，2024 年 2 月甲级写字楼空置率增至 16.4%创新高，核心商铺空置率 9.7%，零售、餐饮、酒店、旅游，物流等市场未见兴旺等。部份小投资者早已转移投资美国股票市场,在港股票市场的小投资者，行为更审慎，且量力而为，多规避风险，作理性决择。