地区金融发展与股票盈利

——来自个人投资者调查数据的证据

张　勇[a],路晓蒙[b]

(西南财经大学 a. 金融学院,成都 611130;b. 中国家庭金融调查与研究中心,成都 610074)

摘　要:采用 2018—2020 年中国个人投资者大型微观调查数据,探究地区金融发展对个人投资者股票盈利的影响。研究发现,地区金融发展能够显著改善个人投资者股票盈利状况。机制分析表明,地区金融发展主要通过提高个人投资者的投资分散化水平、培育良好的止盈止损投资习惯,从而促进股票盈利。进一步分析发现,地区金融发展对股票盈利的改善作用在金融市场化程度较低、家庭可投资资产较低、40 岁以上的投资者群体中表现得更为明显。研究表明,持续推进金融供给侧结构性改革,促进地区金融发展,不仅对金融支持中国实体经济高质量发展意义重大,而且对改善家庭或个人投资者金融福利也具有重要意义。

关键词:金融发展;行为偏差;投资收益

中图分类号:F830.9　**文献标志码:**A　**文章编号:**1674 - 4543(2021)09 - 0046 - 17

一、引言

中国地区金融体系适配性不高,金融中介功能、专业服务和产品供给水平参差不齐,居民多样化、分散化投资意识不高,投资理念差异较大,容易造成家庭或个人在风险资产配置中出现“短视”与“盲从”等非理性行为(甘犁等,2012)[1]。以股票市场为例,中国以个人投资者为主导的股票市场结构,个人投资者非理性行为特征突出,市场呈现“高波动率、高成交量、高换手率”现象(郑振龙和孙清泉,2013)[2],这可能是造成个人投资者股票投资回报较差的重要原因。中国家庭金融调查(CHFS)数据显示,2011 年、2013 年、2015 年、2017 年和 2019 年的五轮调查中,股票投资亏损家庭占比分别为 56.3%、69.4%、56.4%、57.9% 和 60.8%(甘犁,2020)[3]。长期来看,如此高的亏损比例必然会影响个人投资者的投资积极性,也无法充分发挥证券市场为实体经济提供稳定资金支持的作用。因此,个人投资者金融福利的改善、投资者获得感的增强,都有赖于家庭或个体投资能力的提高和非理性行为的缓解,而地区金融发展水平的提升可能是实现这一目标的重要途径。

当前,中国金融体系不平衡不充分发展的结构性矛盾凸显,地区间金融发展水平存在显著差异。地区市场分割状况未能根除,金融市场依然处于高度分割状态,金融资本的地区间流动仍然存在众多阻碍(解维敏和方红星,2011)[4]。中国地区间金融发展水平差异的存在,为检验地区金融发展与个人投资者股票盈利关系提供了条件。中国的金融发展,直接融资比重偏低,需要大力发展直接融资市场(鄢莉莉和王一鸣,2012)[5],中央多次明确将提高直接融资比重作为资本市场改革的重要方向。此外,与大多数发展中国家类似,银行系统在中国金融体系中起主导作用,扮演着关键角色(Allen and

收稿日期:2021 - 04 - 18

基金项目:国家自然科学基金青年项目“风险经历与中国家庭金融行为研究——基于群体性和个体性的视角”(72003149);教育部“高等学校学科创新引智计划”(B16040)

作者简介:张勇(1987 -),男,新疆阿克苏人,西南财经大学金融学院博士研究生,研究方向为家庭金融;路晓蒙(1988 -),女,河南舞钢人,西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心副研究员,博士,研究方向为家庭金融。

Carletti,2008)[6]。因此,采用2018—2020年中国个人投资者微观调查数据,使用省级层面的直接融资比重以及城市层面的每万人银行网点数量度量地区金融发展程度,分析地区金融发展对个人投资者股票盈利的影响。研究发现,地区金融发展能够显著改善个人投资者股票盈利状况。地区金融发展可能会从两个渠道改善投资者的股票盈利状况:一方面,会增加金融产品和服务供给,加大金融机构之间的竞争,促进金融服务和投资交易成本下降,有助于投资分散化水平的提高;另一方面,会使投资者的金融素养和投资能力明显提高,有助于培育投资者良好的投资习惯和投资理念。机制分析结果表明,地区金融发展通过提高投资分散化水平、培育良好的止盈止损习惯,进而促进个人投资者股票盈利。异质性分析发现,地区金融发展对金融市场化程度较低地区、家庭可投资资产较低、40岁以上投资者股票盈利的促进作用更大。

本研究的边际贡献主要体现在以下几个方面:第一,通过考察地区金融发展对个人投资者股票盈利的影响,为理解个人投资者股票盈利的影响因素提供了一个新视角,不仅有助于对中央提出的"提高直接融资比重"等精准政策的理解,而且从更微观的角度,为进一步推进金融供给侧结构性改革提供了经验证据。第二,已有研究大多集中于金融发展对经济增长(周立和王子明,2002)[7]、经济波动(鄢莉莉和王一鸣,2012)[5]、减缓贫困(崔艳娟和孙刚,2012)[8]、缓解企业融资约束(Beck et al.,2008;朱凯和陈信元,2009)[9~10]以及增加研发投入(解维敏和方红星,2011;庄毓敏等,2020)[4][11]等宏观经济与企业投融资行为的影响,或者是从投资者个体或家庭特征(Seru et al.,2010;谭松涛和陈玉宇,2012;路晓蒙等,2020)[12~14]以及投资行为(Barber and Odean,2000;Doskeland and Hvide,2011)[15~16]角度探究股票盈利的影响因素,少有研究从地区金融发展角度探究其对微观家庭或个人投资者股票盈利的影响,本研究对此方面作了有益补充。第三,持续推进金融供给侧结构性改革,不仅有利于促进中国资本市场稳定健康发展,而且有利于改善投资者金融福利。

本研究后续部分安排如下:第二部分为文献回顾与研究假设;第三部分为研究设计;第四部分为实证结果;第五部分为机制分析;第六部分为异质性分析;第七部分为研究结论。

二、文献回顾与研究假设

(一)文献回顾

金融被视为经济运行的大脑,其主要功能包括集聚资源、配置资源、监测代理人行为、转移分散风险等,对经济增长极为重要(余静文,2013)[17]。已有关于地区金融发展的研究,主要集中于地区金融发展对经济增长(周立和王子明,2002;Beck and Levine,2004)[7][18]、缓解企业融资约束(Beck et al.,2008)[9]等宏观与企业层面的影响。

关于个人投资者股票盈利影响因素的研究,现有文献主要集中于投资者特质和投资行为。投资者特质对股票盈利影响方面的研究主要有:投资经验(Feng and Seasholes,2005;Seru et al.,2010)[19][12]、智商(Grinblatt et al.,2012)[20]、信任(崔巍,2013)[21]等。投资行为对股票盈利影响的研究主要有:Barber和Odean(2000)[15]以及李心丹等(2002)[22]发现高交易频率使得个人投资者的投资收益变差甚至导致损失。陈其安等(2011)[23]发现个人投资者过度自信程度提高将降低股票市场价格质量和总体投资收益。Doskeland和Hvide(2011)[16]发现个人投资者利用工作经历获取的不对称信息并不能够帮助投资者获取超额收益,原因在于过度自信导致个人投资者对熟悉的企业产生偏见,从而降低了投资收益。Campbell和Ramadorai(2014)[24]发现随着投资者投资经验的增加,换手率和处置效应偏差会降低,有经验的投资者会比新手获得更高的投资回报。路晓蒙等(2020)[14]发现持股周期短的投资者股票盈利概率更低。

关于地区金融发展对经济增长、企业创新研发和投融资行为方面的研究已经很丰富,也有不少关于个人投资者股票盈利影响因素方面的探讨,然而,探究地区金融发展对个人投资者股票盈利影响的文献却很少,本研究是该方面的有益补充。

(二)研究假设

金融发展会促进金融资源配置效率提高(Beck and Levine,2002)[25]、企业融资成本下降(朱凯和陈信元,2009;庄毓敏等,2020)[10~11]和居民投资收益改善(吴雨等,2018)[26]。中国家庭在金融资产投资上要么过于保守,要么过于冒进,其根本原因在于金融市场产品供给结构存在不足(路晓蒙等,2017)[27]。金融的发展意味着家庭可以获得更多金融服务,家庭金融可得性的提高会促进家庭的资产配置行为(尹志超等,2015)[28]。因此,金融市场发展可能从以下两方面为家庭或个体投资收益带来积极影响:一是金融市场发展促进企业融资成本下降,企业综合竞争力和盈利能力增强,个人投资者参与股市后股票盈利的可能性将显著提高。二是金融市场发展使个人投资者有机会接触更加多元化、个性化的金融产品和服务,对金融市场的风险和收益有更加深刻的认知,能够更客观地评估自身的投资能力以做出正确的金融资产配置决策。这两方面的积极影响有利于形成上市公司与投资者的良性循环,从而促进个人投资者股票盈利。由此,提出研究假设 H1:

H1:地区金融发展能够改善投资者股票盈利状况。

经典金融理论认为,在不确定条件下,分散化投资是投资者的理性选择(Markowitz,1952;Campbell,2006)[29~30]。然而众多经验研究发现,个人投资者通常持有的是低分散化的投资组合(Polkovnichenko,2005;Dimmock et al. ,2016)[31~32],而投资低分散化会导致投资业绩较差(陈炜和袁子甲,2015)[33]。对于投资分散化不足的原因解释主要包括交易成本(Nieuwerburgh and Veldkamp,2009)[34]、行为偏差(Goetzmann and Kumar,2008)[35]以及金融的不平衡不充分发展(路晓蒙等,2019)[36]等。随着中国金融改革的深入推进,地区金融发展水平不断提高,投资成本显著下降,个体投资者的投资分散化程度将会显著提升,这可能会促进投资者股票盈利。由此,提出研究假设 H2:

H2:地区金融发展通过提高投资分散化水平,促进个人投资者股票盈利。

谭松涛和陈玉宇(2012)[13]认为,股民投资收益的改善要通过投资能力以及投资行为的变化才能得以实现,这种变化一方面可能体现在股民投资能力的提升上;另一方面则可能体现在某些非理性行为的减弱上。由直接融资比重提高以及金融可得性提升而推动的地区金融发展,可能会从金融市场和金融中介两方面对投资者行为决策产生影响:一是直接融资市场发展有利于个人投资者培育和树立正确的投资理念,形成良好的股票市场投资环境,坚持理性投资;二是金融服务可获得性和便捷性的提高,有助于提升个人投资者的金融素养和投资能力,形成良好的止盈止损投资习惯,从而促进个人投资者股票盈利。由此,提出研究假设 H3:

H3:地区金融发展通过培育良好的止盈止损习惯,促进个人投资者股票盈利。

市场环境是影响个体投资决策的重要因素,市场化程度越高,金融供给和需求相对更高,金融投资氛围也更加活跃,家庭资产配置渠道更加广泛。相反,市场化程度较低的地区,家庭资产配置更多地依赖于当地投资环境的变化(路晓蒙等,2019)[36]。直接融资比重与家庭金融服务可得性的提高能够更大幅度地改善该地区投资者的金融素养和金融资产组合配置能力,提升股票盈利水平。因此,金融市场发展可能对市场化程度较低地区投资者股票盈利的促进作用更大。由此,提出研究假设 H4:

H4:金融市场发展对市场化程度较低地区投资者股票盈利的促进作用更大。

财富是制约分散化投资的重要因素。Hung 和 Yoong(2012)[37]发现更富裕的人群更有可能咨询专业的投资建议。更富裕家庭的投资组合配置能够更好地分散化(Goetzmann and Kumar,2008)[35],交易成本的存在使得投资者更倾向于投资成本较低的资产(Heaton and Lucas,1997)[38]。拥有较高可投资资产的投资者,交易费用或成本占资产的比重很小,交易成本的变化对其影响不大,并且在风险资产配置时,受到资产数量限制的可能性更小,投资组合分散化程度也相对更高,并且非理性行为偏差更小。而可投资资产较低的投资者,容易受限于可投资资产的数量,会更多地考虑交易成本,倾向于将有限的资金集中投资于少数几类资产或某只股票,行为偏差更加突出。地区金融发展会使得低收入或低资产家庭金融市场的参与(交易)成本显著下降,投资分散化水平会有更大幅度的提升,因此,地区金融发展可能对家庭可投资资产较低投资者股票盈利的促进作用更大。

年龄会影响人们的投资行为和决策。年龄反映着个体对社会的理解和认识,年龄对投资决策的影响通常还与某些特定的个体经历存在关联。与年纪更长的投资者相比,1980 年以后出生的中国人的成长环境更加开放,对股票市场更加熟悉(Feng and Seasholes,2005)[19]。中国互联网络信息中心(CNNIC)发布的《第 45 次中国互联网络发展状况统计报告》显示,截止 2020 年 3 月,10 ~ 39 岁网民群体占网民整体的 61.6%,其中,20 ~ 29 岁网民群体占比最高,达到 21.5%,30 ~ 39 岁网民群体占比为 20.8%,40 ~ 49 岁网民群体占比为 17.76%,50 岁及以上网民群体占比为 16.9%。互联网的发展主要由 40 岁以下的年轻群体推动,“80、90 后”年轻群体对互联网的接受度和使用度长期以来都相对更高,而非“80、90 后”群体在互联网快速发展大背景下,受到的影响和“冲击”可能更大,许多之前从未接触过线上金融产品和服务的非“80、90 后”投资者,逐渐接受并开始在手机终端购买理财产品和进行股票投资,由于交易便捷性的提升以及交易成本的大幅下降,金融知识和投资能力的提高,地区金融发展可能对非“80、90 后”投资者股票盈利的促进作用更大。由此,提出研究假设 H5:

H5:地区金融发展对较低可投资资产家庭以及 40 岁以上投资者群体股票盈利的促进作用更大。

三、研究设计

(一)数据来源

1. 个人投资者调查数据

本研究采用的数据是由中证金融研究院和西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心于 2018 年 4 月共同发起,通过券商推送二维码和网络链接的线上问卷访问方式,以正在进行股票投资的个人投资者为访问对象形成的个人投资者调查数据。中国个人投资者第一轮调研于 2018 年 4 月 1 日开始,至 2018 年 4 月 30 日结束,调研样本覆盖中国 31 个省份(不包括港澳台,下同)的 313 个市,共获得 21838 位个人投资者数据。第二轮调研于 2019 年 5 月 1 日开始,至 2019 年 5 月 30 日结束,调研样本覆盖中国 31 个省份的 307 个市,共获得 28387 位个人投资者数据。第三轮调研于 2020 年 5 月 20 日开始,至 2020 年 6 月 30 日结束,调研样本覆盖中国 31 个省份的 323 个市,共获得 30209 位个人投资者数据。个人投资者调研的主要内容包括:投资者个体特征(年龄、学历和工作单位等)、资产状况(股票、房产和家庭可投资资产等)、主观态度(风险偏好、金融认知水平等)、心理特征(过度自信、羊群行为、代表性偏差和处置效应等)以及投资行为特征(选股依据、选股风格、持股周期和操作风格等)等,这为更好地理解中国证券市场个人投资者的投资行为提供了很好的数据支持。调研方法上,通过事前准备——实地走访券商、深度访谈投资顾问和股民,进行问卷设计;事中监督——推送二维码,质量控制;事后审核——机制处理,数据核查方式保证了样本的质量。抽样方法上,采用分年龄、分投资年限抽样设计方法,保证了样本的代表性。为了进一步说明数据的代表性,以 2018 年股票市场个人投资者数据为例,表 1 是股票个人投资者行为数据中各个持股市值区间的投资者占比与上海证券交易所统计年鉴数据之间的对比情况,可以发现,二者之间并不存在明显区别。个人投资者行为调查数据库为更好地了解中国证券市场个人投资者的投资行为提供了很好的数据支持。为了得到可靠和准确的研究结论,使用三轮个人投资者调查(2018—2020 年)所获得的非平衡面板数据进行实证分析。

表 1　个人投资者行为调查数据的代表性

	个人投资者行为调查数据	上海证券交易所统计年鉴
10 万元以下	52.10%	56.85%
10 万元 ~ 50 万元	34.50%	28.52%
50 万元 ~ 100 万元	8.20%	7.46%
100 万元 ~ 300 万元	3.90%	4.99%

表 1(续)

	个人投资者行为调查数据	上海证券交易所统计年鉴
300 万元~1000 万元	1.10%	1.49%
1000 万元以上	0.30%	0.45%

数据来源:2018 年股票个人投资者行为调查数据、《上海证券交易所统计年鉴(2019 卷)》。

2. 其他相关数据

计算中国 31 个省份层面的直接融资比重时,各省份 2016—2018 年企业债券发行量数据来源于 Wind 资讯数据库,各省份 2016—2018 年金融机构贷款余额数据来源于《中国金融年鉴》。计算中国 31 个省份层面的贷款余额/GDP 时,各省份 2016—2018 年 GDP 数据来源于《中国统计年鉴》。计算各地级市层面的 2016—2018 年每万人银行机构网点数量时,银行机构网点数据来源于中国银保监会网站——金融许可证信息,选取的是当年 12 月 31 日以前银保监会批准成立的银行机构数量,包括政策性银行、商业银行、农村合作银行、城市信用社、农村信用社、开发性金融机构、邮政储蓄网点、村镇银行;各地级市 2016—2018 年人口数据来源于《中国城市统计年鉴》。稳健性检验中,计算各地级市层面的每万人证券营业部数量时,证券营业部数量数据来源于中国证券业协会-证券公司分支机构信息查询。

为了避免极端值对估计结果的影响,在进行分析之前,对数据进行如下处理:首先,将衡量地区金融发展的省份层面、地级市层面数据与个人投资者调查数据进行匹配。其次,证监会规定办理股票开户的投资者至少要年满 16 周岁①,另外,考虑到年龄大于 75 岁的投资者很少自己做投资决策,为此,剔除投资者年龄小于 16 岁和大于 75 岁的投资者样本。最后,剔除关键变量缺失的样本。得到有效样本数为 75766 个。

(二)模型与变量定义

1. 模型设定

根据研究假设和样本数据特征,采用双向固定效应模型进行实证分析,基本模型设定如下:

$$profit_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 fin_develop_{i,t-1} + \beta_2 X_{i,t} + \delta_i + \theta_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,被解释变量 $profit_{i,t}$ 为个人投资者 i 在第 t 年的盈利水平;解释变量 $fin_develop_{i,t-1}$ 为个人投资者 i 所在地区第 $t-1$ 年的金融发展水平,依次使用省份层面的直接融资比重和地级市层面的每万人银行网点数量度量;$X_{i,t}$ 为投资者 i 在第 t 年的个体、家庭和地区层面特征的控制变量;δ_i 为个体固定效应;θ_t 为时间固定效应,以控制个体随时间变动的不可观测因素;$\varepsilon_{i,t}$ 表示随机误差项。关注解释变量 $fin_develop_{i,t-1}$ 的系数 β_1,其表示地区金融发展对个体投资者股票盈利的影响,根据前文的研究假设,预期系数 β_1 显著为正。

考察金融市场发展对股票盈利的影响机制。借鉴 Baron 和 Kenny(1986)[39] 以及温忠麟等(2004)[40] 的中介效应检验方法,建立以下模型:

$$M_{i,t} = \alpha_0 + \beta_3 fin_develop_{i,t-1} + \beta_4 X_{i,t} + \delta_i + \theta_t + \mu_{i,t} \quad (2)$$

$$profit_{i,t} = \gamma_0 + \beta_5 fin_develop_{i,t-1} + \beta_6 M_{i,t} + \beta_7 X_{i,t} + \delta_i + \theta_t + \sigma_{i,t} \quad (3)$$

与基准回归式(1)相同,式(3)中的 $profit_{i,t}$ 为被解释变量股票盈利;式(2)和式(3)中的核心解释变量为 $fin_develop_{i,t-1}$,表示滞后一期的地区金融发展水平,$M_{i,t}$ 为中介变量,β_3 和 β_5 为需要估计的系数,若式(1)、式(2)和式(3)同时满足:第一,式(1)中系数 β_1 显著;第二,式(2)中系数 β_3 显著;第三,式(3)中 β_5 和 β_6 均显著,且满足 $\beta_5 < \beta_1$,则存在部分中介效应。若以上三个条件除 β_5 不显著外,其

①根据证监会《关于未成年人开户问题的答复意见》:"根据《民法通则》规定,16 周岁以上不满 18 周岁的公民,以自己的劳动收入为主要收入来源的,视为完全民事行为能力人。因此,对于该类未成年人,证券公司在对其身份和合法收入来源审查后,可以按照相关规定为其办理开户及开通证券交易的手续。"

他条件均得到满足,则说明存在完全中介效应。

2. 关键变量的度量

(1)被解释变量

股票盈利。股票盈利的度量主要使用的是投资者接受调研年份的上一年度一整年的盈利状况。以 2020 年 5 - 6 月进行调研的个人投资者调查问卷为例,问卷中该问题设置为"2019 年,您股票投资资金的收益水平大致为? 1. 盈利 50% 及以上;2. 盈利 30% ~50% ;3. 盈利 20% ~30% ;4. 盈利 10% ~20% ;5. 盈利 10% 以内;6. 持平;7. 亏损 10% 以内;8. 亏损 10% ~20% ;9. 亏损 20% ~30% ;10. 亏损 30% ~50% ;11. 亏损 50% 以上",将选择选项 1 - 5 的投资者识别为 2019 年盈利的投资者,2018 年和 2019 年调查问卷的题目设置和变量识别方法与 2020 年完全相同。

此外,本研究还使用了问卷中投资者接受调研当年年初至调研进行时刻的盈利状况数据,进行稳健性检验。同样以 2020 年的问卷为例,问卷中问题设置为"2020 年年初至今,您股票投资资金的收益水平大致为? 1. 盈利 50% 及以上;2. 盈利 30% ~50% ;3. 盈利 20% ~30% ;4. 盈利 10% ~20% ;5. 盈利 10% 以内;6. 持平;7. 亏损 10% 以内;8. 亏损 10% ~20% ;9. 亏损 20% ~30% ;10. 亏损 30% ~50% ;11. 亏损 50% 以上",将选择选项 1 - 5 的投资者识别为调研当年盈利的投资者,2018 年和 2019 年的问卷中该变量的度量方法与 2020 年也完全相同。

(2)关注解释变量

地区金融发展。借鉴鄢莉莉和王一鸣(2012)[5]使用直接融资比重、路晓蒙等(2019)[36]和董艳等(2020)[41]使用每万人银行网点数量的方法,度量地区金融发展,其中,直接融资比重表示为直接融资总额除以直接融资总额与金融机构贷款余额之和,而直接融资总额等于企业债券融资与股票市值之和。此外,借鉴卢峰和姚洋(2004)[42]使用金融深度(银行年末贷款余额/GDP)、吴雨等(2018)[26]使用每万人证券营业部数量度量的方法,对地区金融发展进行稳健性检验。考虑到可能存在逆向因果的内生性问题和地区金融发展对微观个体股票盈利影响的时滞效应,在估计时,关注解释变量均使用滞后一期的数据。

(3)控制变量

控制变量包括投资者个体、家庭和地区特征。个体层面控制变量包括年龄、性别、婚姻状况、受教育程度①、职业②、风险态度③和投资经验④;家庭层面控制变量包括家庭是否有房产、家庭可投资资产数量⑤等,需要说明的是,2018—2020 年个人投资者调查问卷中关于控制变量的相关问题设置与识别方法完全一致;地区特征上,在估计中控制了省份 GDP 增长率。

3. 变量描述性统计

从表 2 可以看出,样本中有 54.8% 的个体投资者"去年盈利","调查当年年初至今"有盈利的个体投资者占比约为 53.7% ;样本省份中,直接融资比重最高的为 52% ;每万人银行网点数量均值为 2.2 个;样本投资者年龄中位数为 36 岁;男性投资者占比为 60.5% ;大学及以上受教育程度者占比为 66% ;职业投资者占比为 9.1% ;样本投资者投资年限中位数为 5 年;90% 的样本投资者家庭有房产;家庭可投资资产 100 万元以上的投资者占比为 15.8% 。

---

①您的文化程度是? 1. 初中及以下;2. 高中、中专、职高;3. 大专;4. 本科;5. 研究生及以上。

②您的职业是? 1. 企业(非金融行业)人员;2. 企业(金融行业)人员;3. 政府及事业单位人员;4. 职业投资者;5. 私营业主;6. 自由职业者(含个体经营等自雇人士);7. 其他,请注明。

③如果您有一笔资金用于投资,您最愿意选择哪种投资项目? 1. 高风险、高回报的项目;2. 略高风险、略高回报的项目;3. 平均风险、平均回报的项目;4. 略低风险、略低回报的项目;5. 不愿意承担任何风险。

④您已进行股票交易年? (不足 1 年,请换算成小数;如半年,则填写 0.5)。

⑤目前您所在家庭可用于金融产品投资的资金总额大致为? (包括现金、存款、理财产品、股票、基金、债券、衍生品、外汇、贵金属等金融资产,包括已经投资的和现金)1. 10 万元以下;2. 10 万元 ~50 万元;3. 50 万元 ~100 万元;4. 100 万元 ~300 万元;5. 300 万元 ~500 万元;6. 500 万元 ~1000 万元;7. 1000 万元 ~3000 万元;8. 3000 万元以上。

表 2　变量描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
去年盈利	75766	0.548	0.498	0	1	1
调查当年盈利	75766	0.537	0.499	0	1	1
直接融资比重	75766	0.233	0.114	0.073	0.191	0.52
每万人银行网点数量	75766	2.203	0.978	0.349	2.125	9.182
贷款余额/*GDP*	75766	1.456	0.37	0.881	1.329	3.083
每万人证券营业部数量	75766	0.181	0.174	0	0.141	0.991
年龄	75766	38.68	11.52	16	36	75
年龄平方/100	75766	16.29	9.817	2.56	12.96	56.25
男性	75766	0.605	0.489	0	1	1
已婚	75766	0.751	0.432	0	1	1
大学以上受教育程度	75766	0.66	0.474	0	1	1
职业投资者	75766	0.091	0.288	0	0	1
风险规避者	75766	0.224	0.417	0	0	1
低金融知识水平	75766	0.439	0.496	0	0	1
投资经验	75766	6.697	5.793	0	5	30
家庭有房	75766	0.9	0.3	0	1	1
家庭可投资资产 100 万元以上	75766	0.158	0.365	0	0	1
省份 *GDP* 增长率	75766	0.081	0.056	-0.233	0.086	0.158

四、实证结果

(一)基准回归

为了验证研究假设 H1,将被解释变量股票盈利、关注解释变量地区金融发展、控制变量等纳入方程式(1)的固定效应模型分析框架,并对式(1)进行估计,表 3 报告了地区金融发展对个人投资者股票盈利的影响。表 3 第(1)列和第(3)列分别是不增加任何控制变量的情况下,直接融资比重、每万人银行网点数量与个人投资者股票盈利之间关系的估计结果,结果显示,关注解释变量直接融资比重、每万人银行网点数量的估计系数均为正,且均在 1% 的水平上显著,初步说明地区金融发展与个人投资者股票盈利呈正相关关系。第(2)列和第(4)列为基准回归结果,即在加入控制变量之后,关注解释变量直接融资比重、每万人银行网点数量的估计系数都显著为正,该结果表明地区金融发展能够显著改善个人投资者股票盈利状况,即研究假设 H1 成立。这一微观层面的证据表明,中央在全面推进资本市场改革的政策措施中,特别强调要“提高直接融资比重”是很精准的,其对改善个人投资者盈利状况、促进资本市场健康发展具有重要意义。

表 3　地区金融发展对个人投资者股票盈利的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	股票盈利			
	FE	FE	FE	FE
直接融资比重	0.308***	0.208***		
	(0.021)	(0.022)		

表 3(续)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	股票盈利			
	FE	FE	FE	FE
每万人银行网点数量			0.029***	0.018***
			(0.002)	(0.002)
年龄		-0.018***		-0.018***
		(0.001)		(0.001)
年龄平方/100		0.016***		0.017***
		(0.002)		(0.002)
男性		0.030***		0.031***
		(0.005)		(0.005)
已婚		-0.004		-0.004
		(0.006)		(0.006)
大学及以上文化程度		-0.012**		-0.013**
		(0.006)		(0.006)
职业投资者		0.047***		0.048***
		(0.008)		(0.008)
风险规避者		-0.032***		-0.031***
		(0.006)		(0.006)
低金融知识水平		-0.098***		-0.098***
		(0.005)		(0.005)
投资经验		-0.002***		-0.002***
		(0.001)		(0.001)
家庭有房产		0.036***		0.036***
		(0.008)		(0.008)
家庭可投资资产 100 万元以上		0.024***		0.026***
		(0.007)		(0.007)
省份 *GDP* 增长率		-0.083*		-0.003
		(0.045)		(0.044)
Constant	0.479***	0.932***	0.492***	0.949***
	(0.006)	(0.029)	(0.006)	(0.029)
个体效应	YES	YES	YES	YES
时间效应	YES	YES	YES	YES
N	75766	75766	75766	75766
R^2	0.006	0.035	0.005	0.034

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著,括号内数值是稳健聚类标准误。

(二)稳健性检验

1. 内生性讨论

地区金融发展是一个宏观变量,受到单个个体投资者行为影响的可能性较小,并且在估计中关注

变量采用的是滞后一期的度量指标,为此,反向因果导致内生性问题的可能性较小。另外,在估计模型中采用的是双向固定效应模型,通过控制个体层面不随时间变化因素产生影响,一定程度上能够缓解因遗漏变量导致的内生性问题。

2. 稳健性检验

(1)变更被解释变量衡量指标

调查当年盈利。在个人投资者调查问卷中,除询问了个人投资者去年全年的盈利情况外,还询问了调研实施当年年初至调研进行时刻的股票盈利情况。将被解释变量去年盈利变更为调查当年盈利进行稳健性检验。表 4 第(1)列和第(2)列是地区金融发展对投资者调查当年盈利的影响,估计结果显示,地区金融发展两个代理指标的回归系数均显著为正,且在 1% 的水平上显著,说明基准回归得到的结论稳健。

表 4　稳健性检验:变更被解释变量衡量指标

变量	(1)	(2)
	调查当年盈利	
	FE	FE
直接融资比重	0.188***	
	(0.022)	
每万人银行网点数量		0.013***
		(0.003)
控制变量	YES	YES
Constant	0.885***	0.910***
	(0.029)	(0.029)
个体效应	YES	YES
时间效应	YES	YES
N	75766	75766
R^2	0.040	0.039

注:*** 表示在 1% 的水平上显著,括号内数值是稳健聚类标准误,控制变量表示基准回归模型中包含的所有控制变量。

(2)变更解释变量衡量指标

贷款余额/GDP 和每万人证券营业部数量。参考卢峰和姚洋(2004)[42]使用金融深度(银行年末贷款余额/GDP)以及吴雨等(2018)[26]使用每万人证券营业部数量衡量地区金融发展水平的方法,表 5 报告了地区金融发展对股票盈利的影响。表 5 第(1)列和第(2)列是将关注解释变量地区金融发展代理指标变更为贷款余额/GDP 之后的回归结果,双向固定效应模型式(1)的估计结果表明,地区金融发展促进了个人投资者股票盈利。第(3)列和第(4)列是将关注解释变量变更为每万人证券营业部数量之后的回归结果①,OLS 估计结果显示,每万人证券营业部数量的估计系数均显著为正,表明地区金融发展能够促进个人投资者股票盈利。综合表 5 的实证结果可以发现,变更解释变量地区金融

①这里需要说明的是,由于证券业协会公布的地级市层面的证券营业部网点数据是某一时点的汇总数据,我们最早在 2019 年 4 月 15 日下载到该数据,又考虑到证券营业部网点数量在某一年度的城市层面变化较小,在该时点该城市的每万人证券营业部网点数量也能够较好地反应地区金融发展水平,因此,本研究还使用每万人证券营业部数量进行稳健性检验,并在回归中使用 OLS 方法对模型(1)进行估计。

发展的度量指标之后,仍得到与基准回归完全一致的结论,说明基准回归结果稳健。

表5　稳健性检验:变更解释变量衡量指标

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	去年盈利	调查当年盈利	去年盈利	调查当年盈利
	FE	FE	OLS	OLS
贷款余额/*GDP*	0.034***	0.030***		
	(0.006)	(0.006)		
每万人证券营业部数量			0.087***	0.060***
			(0.011)	(0.011)
控制变量	YES	YES	YES	YES
Constant	0.940***	0.894***	0.966***	0.949***
	(0.030)	(0.030)	(0.022)	(0.022)
个体效应	YES	YES	NO	NO
时间效应	YES	YES	NO	NO
N	75766	75766	75766	75766
R^2	0.034	0.039	0.033	0.031

注:*** 表示在1%的水平上显著,括号内数值是稳健聚类标准误,控制变量表示基准回归模型中包含的所有控制变量。

五、机制分析

研究表明,地区金融发展能够改善个体投资者股票盈利状况。但是地区金融发展促进个人投资者股票盈利的作用机制是什么?根据研究假设,主要从个人投资者投资分散化程度、止盈止损习惯两个角度进行分析。

(一)投资分散化程度

经典投资组合理论认为,理性投资者应当持有的是分散化的投资组合,然而,事实情况是,大多数国家个人投资者持有的是低分散化的投资组合。本研究假设地区金融发展会提高个体投资者的理性投资水平。这是因为地区金融发展会缓解因信息不足或金融知识缺乏导致的非理性资产配置,可能会促进投资分散化程度的提高,进而促进投资者股票盈利。为了验证研究假设H2,借鉴Baron和Kenny(1986)[39]关于中介效应检验的做法,参考Guiso和Jappelli(2008)[43]以及曾志耕等(2015)[44]使用持有股票数量衡量股票投资分散化程度的研究,采用问卷设置的问题"您一般会同时持有几只股票?1.1~2只;2.3~7只;3.8~14只;4.15只及以上",对应地给每个选项赋值为1-4,以构造投资分散化程度的衡量指标,可以发现,取值越大,表示该投资者持股分散化程度越高,将中介变量投资分散化程度、关注解释变量、被解释变量等一并纳入中介效应分析框架进行回归分析,结果见表6。

表6　机制分析:投资分散化

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	投资分散化	股票盈利	投资分散化	股票盈利
	FE	FE	FE	FE
直接融资比重	0.420***	0.191***		
	(0.034)	(0.022)		

表 6(续)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	投资分散化	股票盈利	投资分散化	股票盈利
	FE	FE	FE	FE
每万人银行网点数量			0.025***	0.018***
			(0.004)	(0.003)
投资分散化		0.040***		0.041***
		(0.003)		(0.003)
控制变量	YES	YES	YES	YES
Constant	2.253***	0.856***	2.320***	0.867***
	(0.047)	(0.030)	(0.047)	(0.030)
个体效应	YES	YES	YES	YES
时间效应	YES	YES	YES	YES
N	74491	74491	74491	74491
R^2	0.096	0.039	0.094	0.039

注:*** 表示在 1% 的水平上显著,括号内数值是稳健聚类标准误,控制变量表示基准回归模型中包含的所有控制变量,观测值数量与基准回归不一致是由于中介变量数据缺失所致。

表 6 第(1)列是使用直接融资比重度量的地区金融发展对投资分散化程度的影响,直接融资比重的系数为 0.420,在 1% 的水平上显著,表明直接融资比重对投资分散化程度有显著的正向影响。第(2)列的回归结果表明,中介变量投资分散化的系数显著为正,关注解释变量直接融资比重的系数也显著为正,并且与基准回归相比,直接融资比重的系数有一定幅度的下降,说明存在部分中介效应。类似地,第(3)列是使用地级市层面的每万人银行网点数量度量的地区金融发展对投资分散化程度的影响,每万人银行网点数量的系数为 0.025,在 1% 的水平上显著,表明每万人银行网点数量与投资分散化程度有显著的正向关系。第(4)列是将每万人银行网点数量、中介变量投资分散化程度同时纳入式(1)进行分析的回归结果,结果显示,投资分散化程度的系数显著为正,每万人银行网点数量的系数显著为正,并且与基准回归相比,每万人银行网点数量的系数有一定幅度下降,即存在部分中介效应。因此,由表 6 的回归结果可以发现,地区金融发展通过提高个体投资者的投资分散化程度,进而促进股票盈利机制存在,研究假设 H2 成立。

(二)止盈止损习惯

股票投资中,良好的投资习惯对提高投资者投资收益有显著促进作用,止盈止损习惯一方面能够控制本金损失幅度,捕捉其他金融资产或品种的投资机会;另一方面能够锁定投资收益,实现财富稳步增值。随着金融市场的发展,投资者所接触到的金融产品增多,对金融资产的认识不断深入,有助于培育投资者良好的止盈止损习惯,换言之,金融市场的发展能够缓解投资者非理性投资习惯。为验证前述假设,采用问卷设置的问题“您的操作习惯是? 1. 严格止损;2. 严格止盈;3. 严格止损且严格止盈;4. 无止盈止损习惯”,构造变量无止盈止损习惯,将选择选项 4 的投资者识别为无止盈止损习惯的投资者,相应地,变量赋值为 1,否则为 0,并将无止盈止损习惯这一中介变量纳入机制分析框架,表 7 是相应的回归结果。

表7　机制分析:无止盈止损习惯

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	无止盈止损习惯	股票盈利	无止盈止损习惯	股票盈利
	FE	FE	FE	FE
直接融资比重	-0.067***	0.189***		
	(0.021)	(0.022)		
每万人银行网点数量			-0.010***	0.016***
			(0.002)	(0.003)
无止盈止损习惯		-0.212***		-0.212***
		(0.005)		(0.005)
控制变量	YES	YES	YES	YES
Constant	-0.006	0.941***	-0.001	0.959***
	(0.027)	(0.029)	(0.027)	(0.029)
个体效应	YES	YES	YES	YES
时间效应	YES	YES	YES	YES
N	73717	73717	73717	73717
R^2	0.044	0.074	0.044	0.073

注:*** 表示在1%的水平上显著,括号内数值是稳健聚类标准误,控制变量表示基准回归模型中包含的所有控制变量,观测值数量与基准回归不一致是由于中介变量数据缺失所致。

表7第(1)列和第(3)列是分别使用直接融资比重和每万人银行网点数量度量的地区金融发展对无止盈止损投资习惯的影响,结果显示,估计系数均显著为负,说明地区金融发展缓解了个人投资者无止盈止损这一非理性的行为习惯。第(2)列和第(4)列是同时将关注变量地区金融发展度量指标和中介变量无止盈止损习惯纳入中介效应分析框架的回归结果,结果显示,中介变量无止盈止损习惯的估计系数均显著为负,直接融资比重、每万人银行网点数量的系数显著为正,存在部分中介效应。因此,地区金融发展通过降低个体投资者无止盈止损这一非理性行为习惯,从而促进股票盈利机制存在,研究假设H3成立。

六、异质性分析

(一)金融市场化程度

为了验证研究假设H4,使用王晓鲁等(2019)[45]编制的中国分省份市场化指数,将样本按市场化指数5分位分为市场化程度高地区、市场化程度低地区两组,若投资者位于市场化指数0~50%分位的省份,则将该投资者识别为市场化程度较低地区的投资者,相应地,相关变量市场化程度低的取值为1,否则为0,将相关变量纳入式(1)的研究框架进行分样本估计,表8是相应的估计结果。

表8第(1)列和第(2)列分别是在市场化程度低和市场化程度高的样本中,直接融资比重与个人投资者股票盈利关系的回归结果。结果显示,直接融资比重的系数分别为0.156和0.147,且均在1%的水平上显著。相应地,Suest检验结果显示,两个组不存在差异。第(3)列是在市场化程度低的样本中,每万人银行网点数量与个人投资者股票盈利之间关系的回归结果,每万人银行网点数量的系数为0.030,在1%的水平上显著。第(4)列是在市场化程度高的样本中,每万人银行网点数量与个人投资者股票盈利之间关系的回归结果,每万人银行网点数量的系数为0.004,但不显著。综合表8的实证结果可以得出结论:金融市场发展对市场化程度较低地区投资者股票盈利的促进作用更大,研究假设H4成立。

表 8　异质性分析:金融市场化程度

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	股票盈利			
	金融市场化程度低	金融市场化程度高	金融市场化程度低	金融市场化程度高
	FE	FE	FE	FE
直接融资比重	0.156***	0.147***		
	(0.036)	(0.049)		
每万人银行网点数量			0.030***	0.004
			(0.005)	(0.004)
控制变量	YES	YES	YES	YES
Constant	0.877***	1.003***	0.849***	1.041***
	(0.050)	(0.056)	(0.051)	(0.055)
个体效应	YES	YES	YES	YES
时间效应	YES	YES	YES	YES
Suest 检验(p 值)	0.370			
N	38364	37402	38364	37402
R^2	0.038	0.047	0.039	0.047

注:*** 表示在 1% 的水平上显著,括号内数值是稳健聚类标准误,控制变量表示基准回归模型中包含的所有控制变量。

(二)家庭可投资资产

为了检验研究假设 H5,将投资者样本分为家庭可投资资产 50 万元及以上和家庭可投资资产 50 万元以下两个组,这样划分的依据在于:一是监管部门将个人参与科创板的资产门槛设置为 50 万元。二是《上海证券交易所统计年鉴(2019 卷)》数据显示,截止 2018 年末,自然人投资者持股账户数占比为 99.78%,自然人投资者股票账户资产小于 50 万元的占比为 86.92%,意味着股票市场中绝大多数投资者股票投资资产少于 50 万元,相应地,将家庭可投资资产小于 50 万元的投资者识别为低可投资资产家庭,表 9 是分样本回归结果。

表 9 第(1)列是家庭可投资资产在 50 万元以下的投资者样本中,直接融资比重与股票盈利之间关系的回归结果,估计结果显示,直接融资比重的系数为 0.238,在 1% 的水平上显著。第(2)列是家庭可投资资产在 50 万元及以上的投资者样本中,直接融资比重与股票盈利之间关系的估计结果,直接融资比重的系数为 0.125,在 5% 的水平上显著。对比第(1)列和第(2)列的结果,分样本估计结果均显著为正,且家庭可投资资产在 50 万元以下样本中的回归系数更大,说明地区金融发展对低资产家庭股票盈利的促进作用更大。第(3)列是家庭可投资资产在 50 万元以下的投资者样本中,每万人银行网点数量与股票盈利之间关系的回归结果,估计系数为 0.018,在 1% 的水平上显著。第(4)列是家庭可投资资产在 50 万元及以上的样本中,每万人银行网点数量与股票盈利之间关系的估计结果,估计系数为 0.014,在 5% 的水平上显著。对比第(3)列和第(4)列结果,估计系数在家庭可投资资产 50 万元以下的样本中更大,再次说明地区金融发展对家庭可投资资产较低投资者股票盈利的促进作用更大。此外,考虑到仅通过比较分样本估计结果的系数便得出上述结论可能并不严谨,进一步使用似无相关检验(Suest)对组间差异进行检验,通过表 9 底部报告的似无相关检验结果可以发现,地区金融发展对家庭可投资资产较低投资者股票盈利的促进作用更大的结论成立。

表 9　异质性分析:家庭可投资资产分样本

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	股票盈利			
	资产 50 万元以下	资产 50 万元及以上	资产 50 万元以下	资产 50 万元及以上
	FE	FE	FE	FE
直接融资比重	0.238*** (0.033)	0.125** (0.050)		
每万人银行网点数量			0.018*** (0.004)	0.014** (0.006)
控制变量	YES	YES	YES	YES
Constant	1.026*** (0.042)	0.824*** (0.073)	1.055*** (0.042)	0.825*** (0.073)
个体效应	YES	YES	YES	YES
时间效应	YES	YES	YES	YES
N	48099	27667	48099	27667
R^2	0.050	0.027	0.048	0.027
组间 Suest 检验	test((1)-(2))		test((3)-(4))	
卡方统计量	8.16		1.38	
P 值	0.004		0.241	

注:*** 和 ** 分别表示在 1% 和 5% 的水平上显著,括号内数值是稳健聚类标准误,控制变量表示基准回归模型中包含的所有控制变量。

(三)年龄群体

将样本按投资者出生年份划分为 1980 年之前出生的 40 岁以上投资者(非 80、90 后)与 1980 年之后出生的 40 岁及以下投资者(80、90 后),并进行分样本回归,表 10 为相应的估计结果。表 10 第(1)列和第(2)列分别是 40 岁以上和 40 岁及以下样本中,直接融资比重与个人投资者股票盈利之间关系的回归结果。结果显示,40 岁以上、40 岁及以下的投资者样本中,直接融资比重的系数分别为 0.236、0.170,并且均在 1% 的水平上显著。第(3)列和第(4)列分别是 40 岁以上和 40 岁及以下样本中,每万人银行网点数量与个人投资者股票盈利之间关系的回归结果,每万人银行网点数量的系数分别为 0.026 和 0.016,且均在 1% 的水平上显著。综合表 10 的实证结果可以初步得出结论:地区金融发展对 40 岁以上投资者股票盈利的促进作用更大。同样地,为了考察两组分样本回归系数之间是否存在显著差异,进行似无相关(Suest)组间系数检验,表 10 底部报告了两组分样本的组间系数检验结果,发现两组之间均存在显著差异,并通过了 10% 的显著性水平检验。综合表 9 和表 10 的实证结果可以发现,研究假设 H5 成立。

表 10　异质性分析:年龄分样本

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	股票盈利			
	40 岁以上	40 岁及以下	40 岁以上	40 岁及以下
	FE	FE	FE	FE
直接融资比重	0.236*** (0.051)	0.170*** (0.032)		
每万人银行网点数量			0.026*** (0.006)	0.016*** (0.004)

表 10(续)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	股票盈利			
	40 岁以上	40 岁及以下	40 岁以上	40 岁及以下
	FE	FE	FE	FE
控制变量	YES	YES	YES	YES
Constant	0.441*** (0.029)	0.583*** (0.018)	0.440*** (0.029)	0.588*** (0.018)
个体效应	YES	YES	YES	YES
时间效应	YES	YES	YES	YES
N	31635	44131	31635	44131
R^2	0.026	0.017	0.026	0.017
组间 Suest 检验	test((1)-(2))		test((3)-(4))	
卡方统计量	3.49		3.04	
P 值	0.062		0.081	

注:*** 表示在 1% 的水平上显著,括号内数值是稳健聚类标准误,控制变量表示基准回归模型中包含的所有控制变量。

七、研究结论

党的十八大以来,中央多次将“提高直接融资比重”作为推进金融供给侧结构性改革的重点方向。专家学者也普遍认为,中国直接融资比重过低,要提升直接融资比重,促进直接融资与间接融资协调发展。虽然当前已有较多关于金融发展对经济增长、减缓贫困以及缓解企业投融资行为方面的研究成果,但是却少有文献从更微观的家庭或个人投资者角度探究地区金融发展对投资者股票盈利的影响。本研究采用 2018—2020 年中国 31 个省份的个人投资者大型微观调查数据,探究地区金融发展对个人投资者股票盈利的影响。研究发现,以提高直接融资比重和金融服务可得性为主要内容的地区金融发展,能够改善个人投资者股票盈利状况。地区金融发展主要通过提高投资分散化水平、培育投资者良好的止盈止损习惯,促进投资者股票盈利。异质性分析表明,地区金融发展对金融市场化程度较低地区、家庭可投资资产较低、40 岁以上投资者股票盈利的促进作用更大。

研究结论表明,进一步推进金融供给侧结构性改革,促进地区金融发展,提高直接融资比重和金融服务供给效率,有助于改善家庭或个人投资者的金融福利;地区金融发展能够降低股票市场中个人投资者的非理性行为,提高理性投资水平,这对于中国防范和化解金融风险、建设更加健康稳定的资本市场具有重要意义。为了实现“十四五”时期资本市场高质量发展的目标和任务,制定政策时应重点关注以下两个方面:一是提高金融市场改革举措的针对性,要特别注重改善低资产家庭、中老年人等群体的金融资产配置能力,提升金融发展相对落后地区的金融服务能力,优化相对弱势群体家庭的金融资产配置,提升其金融福利。二是持续优化金融机构服务网点布局结构,推进金融知识普及和投资者教育工作,改革和完善金融中介服务制度,创新金融服务产品,鼓励个人投资者通过专业的投资机构参与资本市场,拓宽居民投资渠道,增强投资者获得感。

参考文献:

[1] 甘犁,尹志超,贾男,徐舒,马双. 中国家庭金融调查报告[M]. 成都:西南财经大学出版社,2012.

[2] 郑振龙,孙清泉. 彩票类股票交易行为分析:来自中国 A 股市场的证据[J]. 经济研究,2013,48(5):128-140.

[3] 甘犁. 中国家庭资产配置不应以房产为核心[EB/OL]. [2020 - 11 - 03]. https://baijiahao. baidu. com/s? id = 1682309880552768217&wfr = spider&for = pc.
[4] 解维敏,方红星. 金融发展、融资约束与企业研发投入[J]. 金融研究,2011,(5):171 - 183.
[5] 鄢莉莉,王一鸣. 金融发展、金融市场冲击与经济波动——基于动态随机一般均衡模型的分析[J]. 金融研究,2012,(12):82 - 95.
[6] Allen F,Carletti E. The Roles of Banks in Financial Systems[M]. New York:Oxford University Press,2008.
[7] 周立,王子明. 中国各地区金融发展与经济增长实证分析:1978 - 2000[J]. 金融研究,2002,(10):1 - 13.
[8] 崔艳娟,孙刚. 金融发展是贫困减缓的原因吗? ——来自中国的证据[J]. 金融研究,2012,(11):116 - 127.
[9] Beck T,Demirgig - Kunt A,Maksimovic V. Financing Patterns around the World:Are Small Firms Different [J]. Journal of Financial Economics,2008,89(3):467 - 487.
[10] 朱凯,陈信元. 金融发展、审计意见与上市公司融资约束[J]. 金融研究,2009,(7):66 - 80.
[11] 庄毓敏,储青青,马勇. 金融发展、企业创新与经济增长[J]. 金融研究,2020,(4):11 - 30.
[12] Seru A,Shumway T,Stoffman N. Learning by Trading [J]. Review of Financial Studies,2010,23(2):705 - 739.
[13] 谭松涛,陈玉宇. 投资经验能够改善股民的收益状况吗——基于股民交易记录数据的研究[J]. 金融研究,2012,(5):164 - 178.
[14] 路晓蒙,张勇,潘黎. 持股周期与股票盈利:来自中国 A 股市场的证据[J]. 统计研究,2020,37(4):32 - 45.
[15] Barber B M,Odean T. Trading is Hazardous to Your Wealth:The Common Stock Investment Performance of Individual Investors [J]. The Journal of Finance,2000,55(2):773 - 806.
[16] Doskeland T M,Hvide H K. Do Individual Investors Have Asymmetric Information Based on Work Experience? [J]. The Journal of Finance,2011,66(3):1011 - 1041.
[17] 余静文. 最优金融条件与经济发展——国际经验与中国案例[J]. 经济研究,2013,48(12):106 - 119.
[18] Beck T,Levine R. Stock Markets,Banks,and Growth:Panel Evidence [J]. Journal of Banking & Finance,2004,28(3):423 - 442.
[19] Feng L,Seasholes M S. Do Investor Sophistication and Trading Experience Eliminate Behavioral Biases in Finance Markets? [J]. Review of Finance,2005,9(3):305 - 351.
[20] Grinblatt M,Keloharju M,Linnainmaa J T. IQ,Trading Behavior,and Performance [J]. Journal of Financial Economics,2012,(2):339 - 362.
[21] 崔巍. 信任、市场参与和投资收益的关系研究[J]. 世界经济,2013,36(9):127 - 138.
[22] 李心丹,王冀宁,傅浩. 中国个体证券投资者交易行为的实证研究[J]. 经济研究,2002,(11):54 - 63,94.
[23] 陈其安,高国婷,陈慧. 基于个人投资者过度自信的中国股票市场定价模型[J]. 中国管理科学,2011,19(4):38 - 46.
[24] Campbell J Y,Ramadorai T,Ranish B. Getting Better or Feeling Better? How Equity Investors Respond to Investment Experience[R]. Cambridge:National Bureau of Economic Research,NBER Working Paper No. 20000,2014.
[25] Beck T,Levine R. Industry Growth and Capital Allocation:Does Having A Market - or Bank - Based System Matter? [J]. Journal of Financial Economics,2002,64(2):147 - 180.
[26] 吴雨,彭嫦燕,秦芳. 地区银行发展对家庭正规信贷约束缓解的不均衡影响——基于中国家庭金融调查数据的实证研究[J]. 经济评论,2018,(2):119 - 132.
[27] 路晓蒙,李阳,甘犁,王香. 中国家庭金融投资组合的风险——过于保守还是过于冒进? [J]. 管理世界,2017,(12):92 - 108.
[28] 尹志超,吴雨,甘犁. 金融可得性、金融市场参与和家庭资产选择[J]. 经济研究,2015,50(3):87 - 99.
[29] Markowitz H. Portfolio Selection [J]. The Journal of Finance,1952,7(1):77 - 91.
[30] Campbell J Y. Household Finance [J]. The Journal of Finance,2006,61(4):1553 - 1604.
[31] Polkovnichenko V. Household Portfolio Diversification:A Case for Rank - Dependent Preferences [J]. Review of Financial Studies,2005,18(4):1467 - 1502.
[32] Dimmock S G,Kouwenberg R,Mitchell O S,Peijnenburg K. Ambiguity Aversion and Household Portfolio Choice Puzzles:Empirical Evidence [J]. Journal of Financial Economics,2016,17(3):559 - 577.
[33] 陈炜,袁子甲. 低分散化是信息优势还是心理偏差因素——基于信息配置的理论解释与实证分析[J]. 管理

科学学报,2015,18(10):69 - 79.
[34] Nieuwerburgh S V, Veldkamp L. Information Immobility and the Home Bias Puzzle[J]. The Journal of Finance, 2009,64(3):1187 - 1215.
[35] Goetzmann W N, Kumar A. Equity Portfolio Diversification [J]. Review of Finance,2008,12(3):433 - 463.
[36] 路晓蒙,赵爽,罗荣华. 区域金融发展会促进家庭理性投资吗? ——基于家庭资产组合多样化的视角[J]. 经济与管理研究,2019,40(10):60 - 87.
[37] Hung A A, Yoong J K. Asking for Help: Survey and Experimental Evidence on Financial Advice and Behavior Change[R]. New York: Oxford University Press Scholarship Online, Wharton Pension Research Council Working Papers,2012.
[38] Heaton J, Lucas D. Market Frictions, Saving Behavior and Portfolio Choice [J]. Macroeconomic Dynamics, 1997, (1):76 - 101.
[39] Baron R M, Kenny D A. The Moderator - mediator Variable Distinction in Social Psychological Research: Conceptual, Strategic, and Statistical Considerations [J]. Journal of Personality and Social Psychology, 1986, 51(6):1173 - 1182.
[40] 温忠麟,张雷,侯杰泰,刘红云. 中介效应检验程序及其应用[J]. 心理学报,2004,(5):614 - 620.
[41] 董艳,陈秋生,王聪. 区域金融发展如何影响农业信贷与农民创业——基于 CHFS 的实证研究[J]. 经济理论与经济管理,2020,(6):72 - 86.
[42] 卢峰,姚洋. 金融压抑下的法治、金融发展和经济增长[J]. 中国社会科学,2004,(1):42 - 55,206.
[43] Guiso L, Jappelli T. Financial Literacy and Portfolio Diversification[R]. Fiesolana: Economics Department of the European University Institute, EUI Working Papers,2008.
[44] 曾志耕,何青,吴雨,尹志超. 金融知识与家庭投资组合多样性[J]. 经济学家,2015,(6):86 - 94.
[45] 王晓鲁,樊纲,胡李鹏. 中国分省份市场化指数报告(2018)[M]. 北京:社会科学文献出版社,2019.

责任编辑、校对:陆为群

Regional Financial Development and Stock Earnings: Evidence from the Survey Data of Individual Investors

ZHANG Yong[a], LU Xiao - meng[b]

(*a. School of Finance, Chengdu* 611130; *b. Survey and Research Center for China Household Finance, Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu* 610074, *China*)

Abstract: Using the large - scale micro survey data of Chinese individual investors from 2018 to 2020, this paper explores the impact of regional financial development on the stock earnings of individual investors. Study finds that regional financial development can significantly improve the stock earnings of individual investors. Mechanism analysis shows that the development of regional finance promotes the stock earnings of individual investors mainly by improving the level of investment diversification of individual investors and cultivating a good investment habit of stopping loss and taking profit. Further analysis shows that the improvement effect of regional financial development on stock earnings is more obvious among investors with low degree of financial marketization, low household investable assets and over 40 years old. The conclusion of this paper shows that the continuous promotion of financial supply side structural reform to promote regional financial development is not only of great significance to financial support for the high - quality development of China's real economy, but also of great significance in improving the financial welfare of households or individual investors.

Key words: Financial Development; Behavior Bias; Investment Profit