金融经济学研究
Financial Economics Research
ISSN 2097-1346,CN 44-1696/F

《金融经济学研究》网络首发论文

题目：投资者短视影响基金投资收益吗——基于公募基金个人投资者调查数据
作者：闫竹，王正位，侣佳欣
收稿日期：2023-08-22
网络首发日期：2024-07-19
引用格式：闫竹，王正位，侣佳欣．投资者短视影响基金投资收益吗——基于公募基金个人投资者调查数据[J/OL]．金融经济学研究.
https://link.cnki.net/urlid/44.1696.f.20240717.1315.010

网络首发：在编辑部工作流程中，稿件从录用到出版要经历录用定稿、排版定稿、整期汇编定稿等阶段。录用定稿指内容已经确定，且通过同行评议、主编终审同意刊用的稿件。排版定稿指录用定稿按照期刊特定版式（包括网络呈现版式）排版后的稿件，可暂不确定出版年、卷、期和页码。整期汇编定稿指出版年、卷、期、页码均已确定的印刷或数字出版的整期汇编稿件。录用定稿网络首发稿件内容必须符合《出版管理条例》和《期刊出版管理规定》的有关规定；学术研究成果具有创新性、科学性和先进性，符合编辑部对刊文的录用要求，不存在学术不端行为及其他侵权行为；稿件内容应基本符合国家有关书刊编辑、出版的技术标准，正确使用和统一规范语言文字、符号、数字、外文字母、法定计量单位及地图标注等。为确保录用定稿网络首发的严肃性，录用定稿一经发布，不得修改论文题目、作者、机构名称和学术内容，只可基于编辑规范进行少量文字的修改。

出版确认：纸质期刊编辑部通过与《中国学术期刊（光盘版）》电子杂志社有限公司签约，在《中国学术期刊（网络版）》出版传播平台上创办与纸质期刊内容一致的网络版，以单篇或整期出版形式，在印刷出版之前刊发论文的录用定稿、排版定稿、整期汇编定稿。因为《中国学术期刊（网络版）》是国家新闻出版广电总局批准的网络连续型出版物（ISSN 2096-4188，CN 11-6037/Z），所以签约期刊的网络版上网络首发论文视为正式出版。

网络首发时间：2024-07-19 15:25:45
网络首发地址：https://link.cnki.net/urlid/44.1696.f.20240717.1315.010

第39卷第5期 金融经济学研究 Vol. 39, No. 5
2024年9月 Financial Economics Research Sept. 2024

投资者短视影响基金投资收益吗

——基于公募基金个人投资者调查数据

闫 竹 王正位 侣佳欣

摘 要：“基金赚钱、基民不赚钱”现象反映出基金投资者的实现收益率远低于公募基金的长期持有收益率。现实中，投资者并不总是具备长期投资视野，常常出现短视倾向。基于行为金融学框架，利用中国公募基金个人投资者的调查数据，实证检验投资者短视与其投资收益之间的关系，发现短视会降低投资者基金投资收益。利用个人税收递延养老政策出台的外生冲击构造工具变量解决内生性问题后，上述结论仍然显著成立。机制分析表明，投资者的技术面信息依赖、损失容忍度低和追涨杀跌行为是投资者短视影响其基金投资收益的重要机制。异质性分析表明，短视在投资者投资高风险基金、未接受专业建议时对投资收益的影响更大，加强投资者教育有助于缓解短视的负向影响。

关键词：投资者短视；投资视野；追涨杀跌行为；投资收益
中图分类号：F830.59 **文献标识码：**A **文章编号：**2097-1346(2024)05-0113-20

一、引言

随着中国金融市场不断发展，居民参与金融市场投资的程度不断提升，中国公募基金日益成为居民的重要投资渠道。2002—2019年中国主动管理股票型公募基金超额收益率不仅高于美国同期公募基金、也高于同期中国股票市场组合收益率（季吉等，2021）。促进公募基金行业高质量发展，提高基金投资收益进而增加投资者财产性收入，成为实现共同富裕目标的重要推动力。但与美国基金市场规模（2023年约为28.8万亿美元）相比，中国基金市场尤其是股票型基金规模较小（2023年为27.38万亿元），中国基金市场规模受到制约，原因之一在于个人投资者基金投资的实现收益率不高，抑制了投资者对基金产品的热情（季吉等，2021）。2004年12月至2020年6月间基金个人投资者回报率仅为8.27%，远低于主动型股票基金14%的平均复合收益率。个人基金投资者无效择时是导致其实现

收稿日期：2023-08-22
基金项目：国家自然科学基金青年项目（72103221）；国家自然科学基金面上项目（72273168）。
作者简介：闫竹，经济学博士，中央民族大学经济学院副教授，研究方向为家庭金融、数字经济和金融科技；王正位，通讯作者，经济学博士，清华大学五道口金融学院副教授，研究方向为金融科技、消费金融和家庭金融、公司融资与资本市场，wangzhw@pbcsf.tsinghua.edu.cn；侣佳欣，河南财政金融学院助教，研究方向为公司金融。

收益率低于公募基金长期持有收益率的主要原因(莫泰山和朱启兵,2013),既不利于提高投资者收益,也不利于基金市场高质量发展。

基金投资者择时反映了投资者获得短期内高收益的期望。从投资期限来看,风险资产溢价是对长期投资者的风险补偿,在基金产品设计和投资建议中,尤其是针对股票型基金,基金公司通常建议投资者长期持有以提高投资收益。但与基金公司专业理财建议相悖,现实中投资者普遍存在较短的投资视野和短期投资行为(吴卫星等,2014),呈现出短视(Myopia)的特征。短视投资者更为注重当下利益,更偏好短期收益而较少考虑长期收益问题,具有短视性损失厌恶倾向并频繁对投资账户损益进行评估和调整(Benartzi and Thaler,1995)。非短视投资者更关注未来利益,对长期内的收益更为偏好,倾向于对整个生命周期的长期收益做预测。短视投资者与非短视投资者在信息处理(Docherty and Hurst,2018)、最终投资行为(崔晓蕾等,2022)等方面存在差异,可能导致基金投资回报的不同。本文将对投资者短视能否解释"基民亏钱"这一问题进行探讨,具体研究问题是投资者短视是否会导致"基民"收益降低?这一问题的影响机制是什么?如果投资者短视会降低其基金投资收益,有什么方法可以缓解短视的不利影响?

本文理论贡献主要有以下两方面。第一,建立了投资者短视与基金投资收益的直接联系,提出了投资者短视影响基金投资收益的投资者行为偏差机制。以往文献认为投资者短视影响金融市场、企业经营决策及经营业绩,但鲜有文献关注投资者短视对个人基金投资者行为及收益的影响。基金投资作为一种委托投资模式,由基金经理专业化运作,有助于减少个人投资者行为偏差,但当前中国基金市场存在"基金赚钱"背景下"基民不赚钱"这一特征事实,反映出个人投资者投资行为偏差仍然是决定其投资收益的重要因素,本文从投资者短视的视角为"基民不赚钱"的现象提供解释。第二,从投资视野这一心理特质角度拓展个人投资者的基金投资收益问题研究的相关文献。如何提高投资者基金投资收益一直是学术界和金融行业关注的重要问题,前期文献从投资经验、金融知识、认知能力、行为偏差等角度展开了研究。本文从投资者短视的视角分析基金投资者"追逐业绩"、"赎回异象"等行为偏差,是对基金投资收益系列研究的重要补充,也为新兴市场基金投资者行为理论的构建提供了参考价值。

二、文献综述和研究假说

(一)投资者短视

国外关于投资者短视的研究因为个人投资者数据的限制,多以机构投资者为对象进行研究。投资期限较短的机构投资者对公司进行短视性定价,高估短期收益而低估长期盈利潜力(Bushee,1998)。短视投资者关注短期股价波动的行为导致价格漂移,进而产生市场的动量效应和收益反转(Docherty and Hurst,2018),也会放大股价崩盘风险和市场冲击的不利影响(Callen and Fang,2013)。针对公司的研究发现,短视投资者以短期收益最大化为目标,对企业管理层施加短期经营压力,导致管理者关注当下的即刻利益而非企业的未来发展(Stein,1989)。在短期经营目标激励下,管理层可能采取减少长期支出、放弃正净现金流投资项目、采取盈余平滑管理等策略增加短期收益,有利于企业长期价值的投资决策成为经理人的次优选择,最终损害公司长期价值和公司股东利益(崔晓蕾等,2022)。

(二)基金投资收益

对基金经理投资业绩的相关研究解释了“基金赚钱”现象。其中从基金管理风格来看,Lan et al.(2023)发现与短期型公募基金相比,长期型公募基金获得了更高的收益,原因在于追求长期性投资的基金经理善于识别和分析上市公司基本面信息。针对“基民不赚钱”现象,现有研究认为个人投资者在基金投资中普遍存在行为偏差。Bergstresser and Poterba(2002)发现投资者倾向于追逐过去业绩表现好的基金。国内学者对基金投资者的研究也发现了基金业绩和资金流量之间的关系,陆蓉等(2007)、李志冰和刘晓宇(2019)认为中国开放式基金存在“赎回异象”,投资者的基金选择存在一定非理性因素。参与成本、业绩持续性感知等因素会影响基金资金流-业绩敏感性(刘洋溢等,2022)。Bailey et al.(2011)在个人基金投资者群体中检验了在股票投资交易中发现的行为偏差,发现基金投资者也呈现出处置效应、狭隘框架、过度自信、本地偏好等行为偏差。

(三)研究假说提出

行为金融学理论认为投资者并非都是理性经济人,在金融投资中常常出现处置效应(Shefrin and Statman,1985)、狭隘框架效应(Kumar and Lim,2008)等非理性行为(Odean,1998)。短视投资者对短期收益的偏好进一步引发短期投资行为,呈现出与非短视投资者在投资策略、信息处理、风险偏好、择时等方面的差异。非短视投资者看重长期收益,所采取的长期投资策略具有价值投资的特点,由于信息不确定性、有限套利等市场限制,资产价格偏离基本面,长期投资者就有足够的时间来获取错误定价带来的收益。长期投资有助于平滑资产价格波动从而平滑收益,提升了高风险高回报金融资产在长期内的相对优势(Benartzi and Thaler,1995)。长期投资者还可以获得长期流动性溢价。由于存在心理账户和狭隘框架,短视投资者对投资账户损益的评估期较短,增加了投资者对基金业绩的敏感性,导致过度关注基金近期业绩和追逐业绩行为(冯旭南和李心愉,2013)。基金投资者存在处置效应(周铭山等,2011),短期业绩关注也可能产生基金业绩-资金流动负相关的“赎回异象”,不利于基金投资收益提高(李志冰和刘晓宇,2019)。开放式基金自由申购或赎回的机制虽具灵活性,却使短视投资者难以利用错误定价机会获取收益(Stein,2005)。基于以上分析,本文提出假说1。

假说1:其他条件相同,非短视投资者的基金投资收益高于短视投资者。

短视投资者出于对短期收益的考虑,通常基于短期业绩信息进行交易,将有限注意力放在金融资产的短期价格变化上,而忽视了基本面信息(Cremers et al.,2020)。与无信息投资者根据股价波动等技术面信息进行交易不同,有信息投资者根据其掌握的股票私有信息进行交易(Wang,1993)。非短视投资促使投资者关注长期收益,投资者更倾向于搜寻与长期投资收益有关的信息,这些信息通常与公司长期经营情况有关而与股价短期波动无关(Docherty and Hurst,2018)。有信息的投资者为避免私有信息泄露,其“慢加仓、慢建仓”的投资方式使其投资风格呈长期化特点(Kyle et al.,2018)。非短视投资者通过基本面分析获得私有信息,有助于获取长期超额回报,本文据此提出假说2。

假说2:短视投资者依赖技术面信息进行交易,降低其基金投资收益。

前景理论认为损失规避使得投资者对损失感受到的痛苦远高于收益带来的快乐,如果投资者在短期内评估收益,这种短视损失规避倾向一方面减少将风险资产持有,影响最优

资产组合的实现(Benartzi and Thaler,1995);另一方面由于短视投资者的损失规避倾向会导致频繁交易的投资行为,而换手率提高则会增加投资成本、导致投资回报更低(Odean,1999)。频繁申购和赎回也体现出短视投资者的自我控制问题,经常改变投资风格和时机也使得投资收益降低。长期规划能够帮助经济个体缓解自我控制问题,有助于实现财富积累等长期目标(Ameriks et al.,2003)。非短视投资者由于重视长期收益而较少关注投资账户在短期内盈亏变化,能够减少损失规避倾向、减少频繁交易和降低投资成本,获得更高的投资回报。由此本文提出假说3。

假说3:短视投资者损失容忍度低,降低其基金投资收益。

短视投资者因为关注资产价格波动的技术面信息,其投资决策更易受市场行情变化的影响,关注显性信息、忽略隐含信息导致了投资者的追涨杀跌行为(Seasholes and Wu,2007),投资者短期内大量买入或卖出股票将导致价格反转效应(朱菲菲等,2019),追涨杀跌投资者因存在参照依赖效应会导致投资收益的非对称性,在追涨时买入高风险股票导致未来收益降低(郑睿和刘维奇,2020)。在牛市阶段,基金投资者更热衷于追逐基金业绩、呈现出追高特点;而在熊市阶段,基金投资者倾向于忽视基金业绩,基金资金流-业绩敏感性下降,呈现出杀跌特点(肖峻,2013)。从直接效应看,基金投资者为获得短期收益追涨杀跌,会加剧处置效应,降低投资收益。从间接效应看,投资者短视也会对公募基金的投资期限缩短产生压力,导致基金经理更关注短期而非长期信息,为保证短期收益会避免采取短期波动大但长期获益多的投资策略(Stein,2005),间接导致短视投资者的基金回报减少。本文据此提出假说4。

假说4:短视投资者偏好追涨杀跌,降低其基金投资收益。

三、数据样本、变量和模型

(一)数据和样本

本文数据来源于2018年基金个人投资者投资调查,该数据涵盖了投资者基本信息、基金投资行为及基金认知、金融资产配置情况等八个模块的信息。2018年调查在全基金市场范围内进行了抽样调查,样本涵盖121家公募基金机构、第三方销售机构的个人基金投资者客户。通过各家机构向基金个人投资者发放问卷,共收回有效样本40573份。剔除缺失值、不合理答案样本,最终样本涵盖97家基金机构的30915名个人投资者。

(二)变量指代及定义

1. 投资收益。问卷调查了投资者自投资以来的基金投资收益情况,答案选项以收益区间[①]表示。本文据此构造基金投资收益(Performance)变量,将投资收益区间依次赋值1到6,赋值越大,表示投资收益水平越高(表1)。

2. 投资者短视。问卷询问了投资者在购买基金后的态度,答案选项包括:"一般不查看账户盈亏,注重长期收益""偶尔查看一下账户盈亏""很紧张投资盈亏,每天要查看净值、收益率及每日业绩排名""频繁申购、赎回或转换,以短期套利"。若投资者选择"注重长期收益",则认为该投资者不具有短视特征(NoMyopia=1),该变量是投资者短视的负向

①调查问卷未直接询问投资收益的具体数值。

指标。

3. 控制变量。(1)投资者基本特征,包括性别(Male),男性为1;年龄(Age),根据年龄区间设置虚拟变量;受教育水平(Education),根据学历设置虚拟变量;投资经验(Experience),根据投资年限区间构造虚拟变量;金融知识(FinancialLiteracy),根据投资者对14道金融问题的回答正确数量总和衡量投资者金融知识。(2)投资者经济特征,包括税后年收入(Income)、金融资产规模(FinancialAsset),分别设置虚拟变量。(3)投资者行为特征,包括风险厌恶(RiskAversion),根据投资者愿意承担多少投资风险的问题构造,对选项"高风险、高收益""适中风险、稳健收益""低风险、低收益""不愿意承担任何投资风险"分别赋值1、2、3、4,数值越高,投资者越厌恶风险;分散化投资(Diversification),根据配置了几类金融资产问题构造,将选项"1类""2-3(含)类""3-5(含)类""5类以上"分别赋值1、2.5、4、5,数值越高表示投资者分散化投资程度越高;风险匹配(Match),根据"在购买金融产品是否考虑产品风险与自身风险偏好和风险承受能力相匹配"的问题构造,若基金产品风险与投者自身风险偏好相匹配则赋值为1,否则为0。(4)基金特征(FundType),即投资者基金持有情况根据基金品种(股票型基金;指数型基金(不含ETF);ETF;债券型基金;混合型基金;货币型基金;理财型基金;QDII)相应设置表示基金类别的虚拟变量(FundType1~FundType8)。

变量含义及描述性统计结果,具体如表1所示。从平均水平来看,投资者基金投资收益略有盈余,收益等级平均为3.25;从频数上看,盈利30%以内的投资者占比最多,其次为盈亏平衡的投资者个体。短视投资者占比为64.4%,说明大多数个人投资者存在短视行为特征。从基金投资者个人特征看,男性数量多于女性;年龄结构上多以中年人为主;投资者学历多数为本科和大专;投资经验大于10年的个体占比最多;多数投资者年收入介于5~15万元之间,接近70%的投资者金融资产规模在50万元以下。从最主要的基金投资品种看,大多数投资者主要投资股票型基金。

表1　变量含义及描述性统计

变量	含义	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
NoMyopia	非短视投资者	30915	0.356	0.479	0	1
Male	男性	30915	0.642	0.479	0	1
FinancialLiteracy	金融知识	30915	9.333	2.751	0	13
RiskAversion	风险厌恶	30915	1.973	0.595	1	4
Diversification	分散化投资	30915	2.942	1.061	1	5
Match	风险匹配	30915	0.913	0.282	0	1
变量	含义	频数	频率	累积频率		
基金投资收益(Performance)						
1	亏损大于30%	2318	0.072	0.072		
2	亏损小于30%	6238	0.191	0.263		
3	盈亏平衡	9405	0.287	0.550		
4	盈利小于30%	10988	0.340	0.890		
5	盈利30%~100%	2802	0.088	0.978		
6	盈利超过100%	698	0.022	1.000		

续表1

年龄(Age)				
16≤Age<30	16(含)-30岁	5410	0.164	0.164
30≤Age<45	30(含)-45岁	15456	0.472	0.636
45≤Age<60	45(含)-60岁	9220	0.290	0.926
Age≥60	60岁及以上	2363	0.074	1.000
受教育水平(Education)				
1	高中、中专及以下	5473	0.166	0.166
2	大专	8039	0.248	0.414
3	本科	14592	0.451	0.865
4	研究生及以上	4345	0.135	1.000
投资经验年限(Experience)				
Experience≤1	1年以内	2676	0.081	0.081
1<Experience≤3	1-3年	6370	0.194	0.275
3<Experience≤5	3-5年	7262	0.220	0.495
5<Experience≤10	5-10年	6321	0.196	0.691
Experience>10	10年以上	9820	0.309	1.000
税后年收入(Income)				
Income≤5	5万元以下	4831	0.147	0.147
5<Income≤10	5-10万元	11308	0.346	0.493
10<Income≤15	10-15万元	8798	0.272	0.765
15<Income≤50	15-50万元	6223	0.194	0.959
Income>50	50万元以上	1289	0.041	1.000
金融资产总规模(FinancialAsset)				
FinancialAsset≤5	小于5万元	4309	0.130	0.130
5<FinancialAsset≤10	5-10万元	6627	0.203	0.333
10<FinancialAsset≤50	10-50万元	11859	0.363	0.696
50<FinancialAsset≤100	50-100万元	5594	0.176	0.872
100<FinancialAsset≤300	100万-300万元	2858	0.090	0.962
FinancialAsset>300	300万元以上	1202	0.038	1.000
基金类别(FundType)				
1	股票型基金	13355	0.432	0.432
2	指数基金(不含ETF)	4788	0.155	0.587
3	ETF	2046	0.066	0.653
4	债券型基金	3094	0.100	0.753
5	混合型基金	3131	0.101	0.854
6	货币型基金	3387	0.110	0.964
7	理财型基金	985	0.032	0.996
8	QDII	129	0.004	1.000

表2展示了短视投资者(NoMyopia=0)与非短视投资者(NoMyopia=1)的特征对比结果。性别结构上,短视投资者中女性投资者占比相对更高。年龄结构上,短视投资者更可

能为45岁以下的中青年投资者,45岁及以上的中老年投资者更多为非短视投资者。短视投资者的金融知识水平相对更低,更可能具有本科以下学历,并且投资经验越少。短视投资者的风险厌恶程度显著高于非短视投资者,短视投资者具有风险规避特征。短视投资者的投资分散化程度略低于非短视投资者,投资时产品风险与自身承受能力的匹配程度也略低于非短视投资者。从收入与财富层面考虑,15万元及以下的投资者群组中短视投资者占比更高,短视投资者的收入水平相对更低;金融资产总额300万元以上群组中非短视投资者占比更高,随着财富水平的增加,投资者短视的可能性下降。从基金投资品种看,短视投资者对股票型、混合型基金的投资少于非短视投资者,其他基金品种略高于非短视投资者。

表2　短视投资者与非短视投资者的差异

变量	短视投资者		非短视投资者		eanDiff	*P*-Value
	观测值	均值	观测值	均值		
Performance	19924	3.181	10991	3.368	-0.188	0.000***
Male	19924	0.633	10991	0.659	-0.025	0.000***
FinancialLiteracy	19924	9.096	10991	9.764	-0.668	0.000***
RiskAversion	19924	2.032	10991	1.866	0.166	0.000***
Diversification	19924	2.918	10991	2.987	-0.069	0.000***
Match	19924	0.904	10991	0.929	-0.025	0.000***
16≤Age<30	19924	0.181	10991	0.132	0.049	0.000***
30≤Age<45	19924	0.490	10991	0.439	0.051	0.000***
45≤Age<60	19924	0.65	10991	0.335	-0.071	0.000***
Age≥60	19924	0.064	10991	0.093	-0.029	0.000***
Education(高中、中专及以下)	19924	0.168	10991	0.163	0.005	0.308
Education(大专)	19924	0.258	10991	0.231	0.027	0.000***
Education(本科)	19924	0.449	10991	0.454	-0.005	0.424
Education(研究生及以上)	19924	0.126	10991	0.152	-0.027	0.000***
Experience≤1	19924	0.087	10991	0.070	0.016	0.000***
1<Experience≤3	19924	0.225	10991	0.137	0.087	0.000***
3<Experience≤5	19924	0.247	10991	0.172	0.075	0.000***
5<Experience≤10	19924	0.193	10991	0.201	-0.008	0.083*
Experience>10	19924	0.248	10991	0.419	-0.171	0.000***
Income≤5	19924	0.148	10991	0.147	0.001	0.769
5<Income≤10	19924	0.354	10991	0.331	0.024	0.000***
Income(10<Income≤15	19924	0.281	10991	0.256	0.025	0.000***
Income(15<Income≤50	19924	0.179	10991	0.222	-0.043	0.000***
Income(Income>50	19924	0.038	10991	0.045	-0.007	0.004***
FinancialAsset≤5	19924	0.134	10991	0.122	0.012	0.004***
5<FinancialAsset≤10	19924	0.220	10991	0.171	0.049	0.000***
10<FinancialAsset≤50	19924	0.000	10991	0.000	0.000	0.294
50<FinancialAsset≤100	19924	0.379	10991	0.334	0.045	0.000***
100<FinancialAsset≤300	19924	0.161	10991	0.204	-0.043	0.000***
FinancialAsset>300	19924	0.075	10991	0.117	-0.042	0.000***
FundType(股票型基金)	19924	0.391	10991	0.506	-0.115	0.000***

续表2

FundType(指数基金(不含ETF))	19924	0.166	10991	0.134	0.032	0.000***
FundType(ETF)	19924	0.078	10991	0.045	0.033	0.000***
FundType(债券型基金)	19924	0.116	10991	0.071	0.046	0.000***
FundType(混合型基金)	19924	0.095	10991	0.113	-0.018	0.000***
FundType(货币型基金)	19924	0.114	10991	0.101	0.014	0.000***
FundType(理财型基金)	19924	0.035	10991	0.026	0.008	0.000***
FundType(QDII)	19924	0.004	10991	0.004	0.000	0.598

(三)模型设定

由于被解释变量为投资收益等级而非具体收益数值,使用有序Probit模型进行检验。

$$Performance_{ij}^{*} = \beta_0 + \beta_1 NoMyopia_{ij} + X_{ij}\gamma + \mu_j + \varepsilon_{ij} \quad (1)$$

$$Performance_{ij}^{Oprobit} = \begin{cases} 1, Performance_{ij}^{*} \le r_1 \\ 2, r_1 < Performance_{ij}^{*} \le r_2 \\ 3, r_2 < Performance_{ij}^{*} \le r_3 \\ 4, r_3 < Performance_{ij}^{*} \le r_4 \\ 5, r_4 < Performance_{ij}^{*} \le r_5 \\ 6, Performance_{ij}^{*} > r_5 \end{cases} \quad (2)$$

其中,i代表基金投资者个体,j代表基金投资公司。$NoMyopia_{ij}$表示非短视投资者,X_{ij}为控制变量向量,μ_j表示基金公司固定效应,ε_{ij}为随机扰动项。$Performance_{ij}^{*}$为基金投资收益的潜变量,r_1、r_2、r_3、r_4、r_5是节点。β_1是本文最为关注的系数,如果β_1显著大于0,表示投资者短视将对基金投资收益产生显著负向影响。根据被解释变量的有序特征,相应采用分类排序Probit模型进行估计,同时需要计算出各参数的边际效应。为保证回归结果的稳健性,本文也使用泊松模型等方法进行了稳健性检验。

四、实证检验结果分析

(一)基准回归结果

表3汇报了有序Probit模型的回归结果。第1列中NoMyopia系数表示投资者非短视倾向对投资收益的边际影响,在控制了投资者个体特征和基金公司固定效应后,核心解释变量的系数为正,表明投资者短视会降低其基金收益。第2~7列分别报告了对应在Performance=1(亏损大于30%)、2(亏损小于30%)、3(盈亏平衡)、4(盈利小于30%)、5(盈利30%~100%)及6(盈利超过100%)处的边际效应。当所有协变量处于均值时,每增加1个单位,非短视投资者基金收益为"亏损大于30%"的概率下降0.9%、"亏损小于30%"的概率下降1.3%、"盈亏平衡"的概率下降0.5%;而"盈利小于30%"的概率增加1.4%"盈利30%~100%"的概率增加0.9%、"盈利超过100%"的概率增加0.4%。边际效应结果表明短视投资者基金收益显著低于非短视投资者,且短视对30%以内投资收益的边际影响较大。

与女性相比,男性更可能获得高收益。随着投资者年龄的增加,基金投资收益水平越低,年龄的负向影响呈现出非线性的特征,年龄在45~60岁之间的投资者收益水平最低。

投资者年收入和金融资产规模在总体上呈现正向影响，金融资产规模在 10 万以上的投资者，投资收益显著高于对照组（5 万元及以下）。这与赵振华等（2010）、江静琳等（2019）的发现基本一致。这一结果说明基金市场中可能存在一定的马太效应，即财富水平更高的群体投资收益更高、财富积累速度更快。金融知识和投资经验能够帮助投资者获得更高收益，证实投资者金融素养对投资收益的重要性，并且投资者能够从投资中持续学习、积累投资技能。从投资者行为来看，风险厌恶程度高的投资者能够获得相对更高的基金投资收益，而分散化投资、投资于与自身风险承担能力相匹配的基金产品，有助于投资者获得更高的投资收益。基金投资品种的系数表明，2018 年主要投资于股票型基金的投资者获得了更低水平的投资收益，而债券型、混合型基金为投资者带来了更高的回报。

表 3　投资者短视与基金投资收益

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	有序 Probit	边际效应	边际效应	边际效应	边际效应	边际效应	边际效应
	Performance	亏损大于30%	亏损小于30%	盈亏平衡	盈利小于30%	盈利30%~100%	盈利超过100%
NoMyopia	0.073***	−0.009***	−0.013***	−0.005***	0.014***	0.009***	0.004***
	(2.909)	(−2.832)	(−2.964)	(−2.875)	(2.823)	(2.861)	(3.357)
Male	70.106***	−0.014***	−0.018***	−0.007***	0.020***	0.013***	0.005***
	(6.048)	(−5.986)	(−6.157)	(−5.698)	(5.711)	(5.945)	(7.252)
FinancialLiteracy	0.053***	−0.007***	−0.009***	−0.003***	0.010***	0.007***	0.003***
	(12.644)	(−11.026)	(−13.128)	(−11.353)	(11.863)	(12.210)	(9.192)
RiskAversion	0.056**	−0.007***	−0.010**	−0.004**	0.011**	0.007**	0.003**
	(2.513)	(−2.668)	(−2.437)	(−2.471)	(2.497)	(2.531)	(2.526)
Diversification	0.105***	−0.013***	−0.018***	−0.007***	0.020***	0.013***	0.005***
	(16.602)	(−14.147)	(−15.357)	(−14.570)	(14.678)	(15.528)	(9.981)
Match	0.103***	−0.013***	−0.018***	−0.007***	0.020**	0.013***	0.005***
	(2.631)	(−2.665)	(−2.625)	(−2.591)	(2.552)	(2.629)	(2.996)
30≤Age<45	−0.170***	0.022***	0.029***	0.011***	−0.033***	−0.021***	−0.008***
	(−7.832)	(8.654)	(7.338)	(7.067)	(−7.227)	(−7.991)	(−7.766)
45≤Age<60	−0.193***	0.025***	0.033***	0.013***	−0.037***	−0.024***	−0.009***
	(−6.754)	(7.259)	(6.503)	(6.220)	(−6.413)	(−6.760)	(−6.933)
Age≥60	−0.142***	0.018***	0.025***	0.009***	−0.027***	−0.018***	−0.007***
	(−3.877)	(4.011)	(3.881)	(3.641)	(−3.719)	(−3.923)	(−4.377)
Education（中专）	−0.055***	0.007***	0.009***	0.004***	−0.011***	−0.007***	−0.003**
	(−2.672)	(2.682)	(2.659)	(2.619)	(−2.661)	(−2.703)	(−2.515)
Education（本科）	−0.045*	0.006*	0.008**	0.003*	−0.009*	−0.006*	−0.002**
	(−1.959)	(1.918)	(1.990)	(1.928)	(−1.928)	(−1.959)	(−2.026)
Education（研究生及以上）	−0.042	0.005	0.007	0.003	−0.008	−0.005	−0.002
	(−1.264)	(1.253)	(1.277)	(1.257)	(−1.254)	(−1.259)	(−1.325)
1<Experience≤3	0.102***	−0.013***	−0.018***	−0.007***	0.020***	0.013***	0.005***
	(2.872)	(−3.013)	(−2.830)	(−2.812)	(2.845)	(2.860)	(3.083)
3<Experience≤5	0.126***	−0.016***	−0.022***	−0.008***	0.024***	0.016***	0.006***
	(3.074)	(−3.280)	(−2.996)	(−3.003)	(3.043)	(3.065)	(3.278)
5<Experience≤10	0.229***	−0.029***	−0.040***	−0.015***	0.044***	0.029***	0.011***
	(4.857)	(−5.332)	(−4.640)	(−4.739)	(4.880)	(4.768)	(4.831)
Experience>10	0.496***	−0.063***	−0.086***	−0.032***	0.095***	0.062***	0.024***
	(9.246)	(−10.330)	(−8.808)	(−8.320)	(8.991)	(8.851)	(8.881)

续表3

5 < Income ≤ 10	0.065***	-0.008***	-0.011***	-0.004***	0.013***	0.008***	0.003***
	(3.155)	(-3.083)	(-3.212)	(-3.114)	(3.085)	(3.156)	(3.330)
10 < Income ≤ 15	0.159***	-0.020***	-0.027***	-0.010***	0.031***	0.020***	0.008***
	(6.490)	(-6.073)	(-6.704)	(-6.316)	(6.197)	(6.466)	(6.452)
15 < Income ≤ 50	0.209***	-0.027***	-0.036***	-0.014***	0.040***	0.026***	0.010***
	(8.262)	(-7.936)	(-8.047)	(-8.160)	(7.798)	(8.090)	(7.672)
Income > 50	0.258***	-0.033***	-0.045***	-0.017***	0.050***	0.032***	0.013***
	(4.177)	(-4.280)	(-4.149)	(-4.044)	(3.977)	(4.157)	(5.141)
5 < FinancialAsset ≤ 10	-0.056**	0.007**	0.010**	0.004**	-0.011**	-0.007**	-0.003**
	(-2.021)	(2.014)	(2.033)	(2.004)	(-1.996)	(-2.004)	(-2.162)
10 < FinancialAsset ≤ 50	1.095***	-0.139***	-0.189***	-0.072***	0.211***	0.136***	0.053***
	(25.957)	(-18.753)	(-24.065)	(-17.668)	(19.351)	(21.695)	(12.483)
50 < FinancialAsset ≤ 100	0.027	-0.003	-0.005	-0.002	0.005	0.003	0.001
	(1.067)	(-1.075)	(-1.061)	(-1.068)	(1.072)	(1.070)	(1.036)
100 < FinancialAsset ≤ 300	0.103***	-0.013***	-0.018***	-0.007***	0.020***	0.013***	0.005***
	(3.194)	(-3.222)	(-3.153)	(-3.140)	(3.173)	(3.247)	(2.951)
FinancialAsset > 300	0.224***	-0.028***	-0.039***	-0.015***	0.043***	0.028***	0.011***
	(5.584)	(-5.744)	(-5.425)	(-5.374)	(5.439)	(5.710)	(5.068)
FundType (股票型基金)	-0.088***	0.011***	0.015***	0.006***	-0.017***	-0.011***	-0.004***
	(-3.507)	(3.655)	(3.420)	(3.340)	(-3.402)	(-3.617)	(-3.381)
FundType(指数基金(不含ETF))	-0.048	0.006*	0.008	0.003	-0.009	-0.006*	-0.002
	(-1.629)	(1.676)	(1.595)	(1.617)	(-1.621)	(-1.651)	(-1.575)
FundType(ETF)	-0.044	0.006*	0.008	0.003	-0.009	-0.006*	-0.002*
	(-1.630)	(1.667)	(1.609)	(1.607)	(-1.609)	(-1.645)	(-1.657)
FundType (债券型基金)	0.062**	-0.008***	-0.011***	-0.004***	0.012***	0.008***	0.003***
	(2.527)	(-2.577)	(-2.504)	(-2.531)	(2.541)	(2.496)	(2.569)
FundType (混合型基金)	0.055***	-0.007***	-0.010***	-0.004***	0.011***	0.007***	0.003***
	(2.079)	(-2.042)	(-2.092)	(-2.119)	(2.107)	(2.042)	(2.044)
FundType (理财型基金)	0.047	-0.006	-0.008	-0.003	0.009	0.006	0.002
	(1.107)	(-1.112)	(-1.105)	(-1.101)	(1.098)	(1.110)	(1.133)
FundType(QDII)	-0.205*	0.026*	0.035*	0.013*	-0.039*	-0.026*	-0.010*
	(-1.811)	(1.811)	(1.818)	(1.776)	(-1.792)	(-1.823)	(-1.823)
基金公司固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Observations	30,915	30,915	30,915	30,915	30,915	30,915	30,915
PseudoR^2	0.048	0.044	0.044	0.044	0.044	0.044	0.044

注：*、**、***分别表示在10%、5%、1%的置信水平显著。括号内报告了回归系数的t值，所有的估计都使用了基金公司层面聚类稳健标准误，模型设定包含常数项，未汇报。下表同

（二）稳健性检验①

1. 更换实证模型。首先根据被解释变量为非负正数取值的特点，采用Poisson模型进行稳健性检验，核心解释变量的系数仍显著为正。其次，根据投资收益区间，构建表示正收益的被解释变量PositiveReturn(=1为正收益，=0为其他情形)，使用Probit模型再回归，核心解释变量系数仍显著为正，说明本文结果不受模型设定的影响。

①因篇幅限制，稳健性检验回归结果未展示，备索。

2. 排除自选择偏差。表2中短视与非短视投资者的对比说明,是否具有短视特征可能是投资者自我选择的结果,二者之间可能存在系统性偏差。采用倾向得分匹配(PSM)以缓解投资者自选择偏差的干扰。首先将投资者划分为短视、非短视投资者两个子样本,其次根据控制量进行卡尺内近邻1对1匹配,并采用匹配后的样本(缩减至20316)进行PSM估计。与表3相比,有序Probit的PSM估计中解释变量系数略微增大,且在1%的置信水平显著。解决自我选择偏差问题之后,投资者短视仍存在稳健的负向影响。

3. 替换核心解释变量。(1)利用基金实际持有时长构造投资者短视变量(NoMyopia1),问卷询问了投资者单只基金平均持有时长,答案选项为"6个月""半年到1年""1~3年""3~5年""5年以上",分别赋值1到5,数值越大,投资者投资视野越长、短视程度越低。(2)根据投资者对投资目的的回答构造(NoMyopia2)。问卷询问了投资者进行投资的目的,选项包括"获得高于银行存款的收益""教育储蓄""养老储蓄""分散投资风险"及其他。在养老储蓄投资目标下,投资者进行投资的规划周期更长。根据投资者选择"养老储蓄"的情况构造短视变量,该问题为多选项且按重要性排序,按投资者选择"养老储蓄"的先后顺序,分别赋值0到5,并将五个选项的赋值加总,分值越高,投资者投资视野越长、短视程度越低。回归结果显示替换变量后本文结论仍稳健成立。

4. 考虑宏观环境的影响。基金投资者短视行为及投资收益可能同时受到宏观经济形势和金融市场整体表现的影响。由于问卷并未直接询问有关宏观经济形势的问题,本文采用两种方法间接处理。首先根据问题"考虑到证券市场的整体状况,您对投资基金的回报是否满意"构造投资回报满意度(ReturnSatisfied)变量加入回归模型,在一定程度上控制宏观环境因素。当个人收益与市场整体收益的差值越高时,投资者回报满意度越高,因此投资满意度可能和市场整体收益负相关、和个人收益正相关。回归结果显示回报满意度(ReturnSatisfied)与个人基金投资收益显著正相关,且在控制该变量后,投资者短视的影响仍显著存在。其次,投资者首次购买基金的年份不同,投资收益受到市场行情变化的影响可能存在差异。但问卷并未询问投资者首次购买基金的年份,难以控制投资者首次购买年份的固定效应,因此采用间接方法处理。投资年限能够大致揭示投资者在什么时间进入金融市场投资,本文认为投资年限在3~5年的投资者受到了2014、2015年市场的冲击,设置为市场冲击变量(Shock14-15=1,其他情形下为0)。将变量Shock14-15加入基准回归,在2014、2015年进入金融市场的投资者的基金投资收益略低于其他组别,但差异并不显著。在控制市场冲击后,核心解释变量系数仍显著为正,本文结论仍成立。

(三)内生性问题处理:外生政策冲击与工具变量

上述结果仍可能受到遗漏变量和反向因果问题导致的内生性困扰,如可能存在被忽略的个体因素同时影响短视和基金投资收益,当投资者面临短期资金支出压力时更容易缩短投资期限;当投资者获得高收益时,可能更倾向于维持当前的投资决策,使得投资期限长期化,导致反向因果。养老金政策的出台会对人们的投资行为产生影响(Bau,2021),为处理内生性问题,本文利用个人税收递延养老政策的外生冲击构造工具变量。为促进养老储蓄发展,财政部联合原中国银保监会等五部门于2018年4月发布了关于开展个人税收递延商业养老保险政策,规定从当年5月1日起在上海市、福建省(含厦门市)和苏州工业园区三个省市地区开展试点,期限为1年。该政策直接影响试点区居民对税收递延养老保险的需求,对其他地区居民产生激励养老投资的间接影响。养老储蓄投资属于未来收入账户

(Shefrin and Thaler,1988),具有长期性特征,这一外生政策可能激励投资者增强长期倾向、减少短视行为,本文据此构造工具变量。问卷并未直接询问投资者受个人税收递延养老政策出台的冲击程度,询问的是投资者对个人税收递延养老政策的了解程度,投资者的回答至少包含两层含义:一是政策出台的外生冲击影响,外生政策带来的信息和投资可选集改变了投资者认知和决策,试点区居民对该政策的了解程度更高;二是投资者是否了解养老政策与其本身对养老投资的认知程度和对养老政策的信息获取能力有关,认知和能力会影响投资者对国家政策出台的敏感程度以及基金投资收益(Grinblatt et al.,2016)。直接使用该问题构造的工具变量不是完全外生,其中混杂了投资者对政策认知的主观因素。本文对投资者政策了解程度所包含的两层内涵进行分离,使用仅包含政策冲击影响的部分构造工具变量。将投资者对个人税收递延养老政策的了解程度对投资者的养老金信息需求和其他个人特征(表2控制变量)进行回归,模型如式(3)所示。

$$Know_{ij} = \alpha + \lambda_1 Dummy1_{ij} + \lambda_2 Dummy2_{ij} + \lambda_3 Dummy3_{ij} + X_{ij}\gamma + \mu_j + \varepsilon_{ij} \quad (3)$$

其中,$Know_{ij}$由投资者对个人税收递延养老政策的了解程度构造,根据选项"比较了解、听说过、不怎么了解、没听说过"依次赋值4到1,分值越大,了解程度越高。虚拟变量$Dummy1_{ij}$、$Dummy2_{ij}$、$Dummy3_{ij}$分别表示投资者对与养老金相关的信息需求。问卷询问了投资者最希望获取哪些与养老金相关的培训或宣传信息,包括个人如何进行养老规划、养老理财产品介绍及购买方法、中国养老保障体系及养老金发展趋势,四个选项分别设置为$Dummy1_{ij}$、$Dummy2_{ij}$、$Dummy3_{ij}$和$Dummy4_{ij}$,以衡量投资者对养老投资的认知程度和信息获取能力。其他变量与式(1)相同。对式(3)进行回归后取残差值作为投资者短视的工具变量(PolicyIV)。由于式(3)已经控制了投资者对养老投资的认知程度和信息获取能力,残差值不包含这些主观因素,能够较为干净地衡量投资者受个人税收递延养老政策出台的影响。

该政策对人们的长期性投资观念和行为产生直接影响,工具变量满足相关性要求。残差值仅包含政策冲击的影响,不会受到个人认知和能力、个人特征、基金公司不可观测因素的干扰,工具变量与扰动项无相关性,只能通过投资者短视影响基金投资收益,满足外生性要求。首先采用两阶段最小二乘法(2SLS)进行估计,在两阶段估计中,Kleibergen-Paap Wald F统计值为21.46,表明不存在弱工具变量问题;Kleibergen-Paap rk LM统计量为12.68且在1%的置信水平显著,拒绝"工具变量识别不足"的原假设。第一阶段工具变量PolicyIV的系数显著为正,说明受到政策影响程度越高的投资者,更可能具有较低程度的短视倾向。第二阶段结果表明,在使用工具变量进行估计后,非短视投资者的基金投资收益显著更高。本文还使用条件混合过程(conditional mixed process,CMP)估计进一步解决内生性估计偏差,与2SLS相比,在被解释变量为有序变量时CMP方法的估计效果更好。CMP估计结果显示非短视投资者的基金投资收益显著更高,且在1%的置信水平显著,说明本文结果具有稳健性。

表4 政策冲击与工具变量法检验

	(1)	(2)	(3)	(4)
	2SLS		CMP	
	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段
	NoMyopia	Performance	NoMyopia	Performance
NoMyopia		2.553**		0.434***
		(2.528)		(3.988)

续表 4

PolicyIV	0.015***		0.050***	
	(4.632)		(4.307)	
控制变量	控制	控制	控制	控制
基金公司固定效应	控制	控制	控制	控制
KP Wald rk F 统计量	21.46			
Kleibergen-Paap rk LM 统计量	12.68***			
Observations	30915	30915	30915	30915

五、影响机制分析

1. 技术面信息依赖。非短视投资者关注长期收益,倾向于搜寻与公司长期经营情况有关的基本面信息,短视投资者通常基于短期业绩等技术面信息进行交易(Cremers et al.,2020)。为检验短视投资者技术面信息依赖的影响机制,本文针对投资者在选择基金时的信息偏好进行分析。问卷询问了投资者购买基金时最看重的信息,选项包括基金业绩、公司名气、股东背景、公司规模等共 14 个选项,投资者需选出最看重的 3 项并按重要性排序。短视投资者通常关注基金业绩、明星基金经理等易获得的信息,为方便短期内频繁操作,也会关注购买便捷性、赎回及时性及手续费等信息(信息变量 Information = 0)。非短视投资者则更加注重收集基金产品的多维度、有价值的信息,如基金投资策略、基金评级、股东背景等需要花费更多时间精力的基本面信息(信息变量 Information = 1)。

表 5 第 1 列中,信息变量的系数显著为正,说明相比于技术面信息,依据基本面信息进行投资决策能给投资者带来更多有价值信息和更高投资收益。表 5 中第 2、第 3 列分组回归结果表明,在主要依据基本面信息进行决策的投资者样本中,非短视投资者能够获得更高的投资收益;而在主要依靠基金业绩等技术面信息的投资者样本中,非短视投资者的系数显著更小,这说明基金的基本面信息能为非短视投资者带来更多的信息含量。表 5 第 4 列的交互项数显著为正,进一步证实非短视投资者通过收集与获取有价值的基本面信息,增加基金投资收益,验证了假说 2。非短视投资者辨别价值信息的能力更强,其所关注的基金投资策略、基金评级、公司股东背景等基本面信息能够带来更高的基金收益。基金投资策略通常包括对该基金资产配置、久期调整、债券选择、分散投资、行业配置、选股等方面的策略和方法,其内容较为专业化,需要投资者花费更多时间分析和理解;基金评级、基金公司股东信息需要投资者去搜集整理并进行对比分析。这些内容是投资者全面评价该基金的信息基础,有助于投资者对所投资基金形成更清晰的认知、更好地把握基金业绩波动的原因,减少因业绩波动而频繁买入卖出的行为。短视投资者更倾向于关注基金业绩、明星基金经理等信息,这类技术面信息特点如下:一是具有易得性和直观性,但其信息含量较为单一;二是由于有限关注,投资者对明星基金经理、基金公司名气等信息的获取容易受到基金公司、网络平台宣传的影响,导致投资者忽视与基金收益相关的其他信息;三是基金业绩等信息加剧了投资者对基金业绩的敏感性,可能加剧投资者的追逐业绩行为,不利于获得长期内的高收益。短视投资者倾向于在短期内频繁交易,更为关注手续费、是否方便购买、是否及时赎回等和基金交易方式相关的信息,而忽视了信息含量更高的基本面信息。

表5 技术面信息依赖与基金投资收益

	(1)	(2)	(3)	(4)
	全样本	技术面信息 Information=0	基本面信息 Information=1	全样本
NoMyopia	0.074*** (2.952)	0.055** (2.160)	0.216*** (4.304)	0.054** (2.143)
Information	0.045** (2.080)			-0.007 (-0.345)
NoMyopia × Information				0.168*** (3.946)
控制变量	控制	控制	控制	控制
基金公司固定效应	控制	控制	控制	控制
Observations	30,908	26,973	3,935	30,908
PseudoR^2	0.048	0.047	0.065	0.048

2. 损失容忍度。短视性损失规避可能导致频繁交易的短期投资行为,增加投资成本、减少投资收益。本文通过考察投资者对投资损失的态度检验这一影响机制。问卷询问了投资者对投资亏损的焦虑感,取值为1到6,分值越低说明投资者对损失的容忍度越高。选取焦虑感低于平均值的投资者样本作为损失容忍度高的群体(损失容忍度 HighTolerance=1),焦虑感高于平均值的投资者为损失容忍度低(HighTolerance=0)。

表6第1列显示,损失容忍度系数显著为正,表明损失容忍度高有助于获得更高的基金投资收益。表6中第2、第3列分组回归结果表明,在损失容忍度高的样本中,非短视变量系数显著为正,而损失容忍度低的样本中,非短视变量系数并不显著,由于非短视投资者损失规避程度较低,较高的损失容忍度有助于他们在长期内获得更高的基金投资回报。表6第4列中交互项的系数显著为正,进一步验证了损失容忍度高的非短视投资者能够获得更高的投资收益,且第4列中 NoMyopia 变量系数不再显著,说明损失容忍度是投资者短视影响基金投资收益的渠道之一,验证了假说3。这一结论有直观的启示,尤其对于股票型、混合型及其他高风险的基金而言,由于短期内收益存在较大的波动性,投资者可能面临损失,损失规避会使投资者"拿不住"而提前赎回,不仅浮动损失变为实际损失,而且也丧失了获得长期收益的机会。损失容忍不是要求投资者面临损失时不采取任何行动或者无限度承担损失,而是需要投资者根据自己的投资期限选择合适的基金品种,在掌握基金基本面信息的情况下,对基金短期收益波动具有一定的把握,从而能够容忍短期内损失以换取长期内正回报。对短视投资者而言,由于其投资决策容易受到基金业绩、基金净值等因素影响,在基金业绩下降时,由于其损失容忍度低,极易产生频繁交易行为从而导致投资收益减少。

表6 损失容忍与基金投资收益

	(1)	(2)	(3)	(4)
	全样本	损失容忍度低 HighTolerance=0	损失容忍度高 HighTolerance=1	全样本
NoMyopia	0.056** (2.209)	0.020 (0.781)	0.151*** (5.366)	0.008 (0.331)
HighTolerance	0.205*** (10.452)			0.136*** (5.362)

续表 6

NoMyopia × HighTolerance				0.163*** (5.054)
控制变量	控制	控制	控制	控制
基金公司固定效应	控制	控制	控制	控制
Observations	30,907	22,786	8,121	30,907
PseudoR^2	0.050	0.051	0.035	0.050

3. 追涨杀跌行为。由于更关注短期资产价格信息,短视投资者容易受到市场行情变化的影响(Docherty and Hurst,2018)。直接影响方面,为获取短期收益的追涨杀跌行为加剧了投资者的处置效应,随行情买卖也容易导致频繁交易,增加交易成本,减少投资收益。从间接影响看,在投资者坚持长期主义的情况下,公募基金受到短期收益的压力较小,有助于获得长期超额收益(Lan et al.,2023),间接增加投资者基金投资回报。根据投资者是否追逐行情涨跌来检验这一影响机制,如果投资者在"大盘正上涨,看好市场情形"时购买基金或者在"股票市场表现不好或有下跌的可能"时赎回基金,则认为投资者具有追逐行情涨跌的行为,设置 NoChase = 0,否则为 1。

表 7 中第 2、第 3 列分组回归结果表明,在投资者追涨杀跌的样本中,非短视变量系数不显著,而在不追涨杀跌的样本中,非短视变量系数显著为正,说明由于非短视投资者对短期业绩要求较低,减少短期追涨杀跌行为,能够获得更高的基金投资回报。第 4 列中交互项系数显著为正,进一步验证了非短视特质仅在投资者没有追涨杀跌行为时发挥增加投资收益的作用,证实投资者短视影响基金投资收益的渠道之一是减少投资者的追涨杀跌行为(即假说 4)。基金投资者追逐业绩行为已成为基本共识,短视投资者追涨行为可以由短期收益导向下的防踏空(Fear of Missing Out)、后悔厌恶(Regret Aversion)等心理因素解释,短视投资者容易对自己错失牛市而懊悔;而投资者杀跌主要源于存在损失厌恶。本文证实基金市场中的追涨杀跌式交易行为会降低投资收益,对基金个人投资者在择时投资上具有直接启示,应尽量避免在大盘或基金业绩上涨时追涨,或在市场下跌时立马赎回。基金投资者应以长期投资为导向,基于对市场行情和基金基本信息的掌握确定买卖时点,设置合理的止盈止损区间进行投资交易。

表 7 追涨杀跌与基金投资收益

	(1)	(2)	(3)	(4)
	全样本	追涨杀跌 NoChase = 0	非追涨杀跌 NoChase = 1	全样本
NoMyopia	0.064*** (2.690)	−0.006 (−0.215)	0.112*** (4.536)	−0.036 (−1.099)
NoChase	0.148*** (11.643)			0.100*** (5.845)
NoMyopia × NoChase				0.150*** (4.778)
控制变量	控制	控制	控制	控制
基金公司固定效应	控制	控制	控制	控制
Observations	30,915	10,751	20,164	30,915
PseudoR^2	0.049	0.059	0.042	0.050

六、进一步讨论

本文进一步讨论哪些因素会对投资者短视的影响产生调节效应，以及哪些因素能够缓解投资者短视的不利影响。

1. 基金风险性。在收益率可预测情况下，长期投资者最优资产组合中风险资产配置比例应相应增加，与债券相比，股票资产是长期投资者更优的投资策略，能带来更高的投资回报（Benartzi and Thaler，1995；Barberis，2000；Dierkes et al.，2010）。在投资风险性更高的金融资产时，投资者长期投资行为可能带来更高收益。与债券型、货币型基金相比，股票型、混合型等基金收益波动更大、风险更高，投资者在投资此类基金时更容易出现损失规避、追逐业绩行为。在投资风险性高的基金时，非短视特征对缓解损失厌恶、减少频繁操作的交易行为可能起到更大的作用。表8第1列交互项结果表明，投资者在投资股票型、混合型等高风险基金（HighRiskFund=1）时非短视特质能够带来更高投资回报。这与Dierkes et al.（2010）、Dierkes et al.（2010）等的结论在本质上是一致的，即长期内风险性高的股票类资产比固定收益类资产更具吸引力。

2. 基金投资决策方式。基金投资者通常有自行决策、寻求专业金融建议或者跟随他人投资等投资决策方式。接受专业金融人士建议有助于避免投资决策失误（Von Gaudecker，2015），能比投资者自行决策、跟随他人投资带来更高的收益，非短视特质可能对修正自己投资或跟随投资决策中的非理性行为有更大的影响。将投资者划分为未接受专业金融建议（WithoutAdvice=1）和接受专业金融建议（WithoutAdvice=0）两组，检验投资者短视的影响差异。表8第2列结果表明，与接受专业金融建议相比，个人自行决策、跟随他人投资时基金投资回报更低，说明即使基金投资是委托代理投资，投资者可能存在基金选择、基金经理选择上的差异，专业金融建议能帮助投资者选择更合适的基金产品从而提高收益。交互项显著为正，说明非短视倾向有助于缓解投资者在自行投资、跟随他人投资时的行为偏差，在未接受投资顾问金融建议时，投资者更应该坚持长期投资。

表8　异质性分析：基金类型和决策方式

	（1）	（2）
NoMyopia	0.008 （0.241）	−0.063 （−0.892）
HighRiskFund	−0.231** （−1.978）	
NoMyopia × HighRiskFund	0.084** （2.178）	
WithoutAdvice		−0.172*** （−5.019）
NoMyopia × WithoutAdvice		0.149** （2.269）
控制变量	控制	控制
基金公司固定效应	控制	控制
Observations	30,915	29,910
PseudoR^2	0.048	0.050

3. 投资者教育。投资者教育有助于增加投资者金融知识、减少投资者非理性行为偏差,促进投资者收益水平提升(李凤等,2023)。投资者教育能否缓解短视投资者的“亏钱”效应?本文通过两种方式衡量投资者接受金融教育的程度。(1)根据投资者金融知识水平的中位数,将投资者划分为金融素养高(HighFinancialLiteracy = 1)、金融素养低(HighFinancialLiteracy = 0)两组,构造交互项加入模型中,结果如表 9 第 1 列所示,交互项系数显著为正,说明金融素养水平越高,越能强化非短视倾向对投资收益的提升作用。(2)参考李凤等(2023)的方法,根据问题“您是否接受过与金融相关的教育”,认为本科、研究生、第二学位学历、选修课、自学课程与金融相关的投资者为接受过投资者金融教育(InvestorEducation = 1,其他为 0)。非短视投资者和投资者教育的交互项系数显著为正,意味着投资者教育能够显著提升非短视投资者的基金投资收益。表 9 的结果表明通过加强投资者教育,有助于强化非短视投资者的“赚钱”效应、缓解短视投资者的“亏钱”效应。

表 9　投资者教育的作用

	(1)	(2)
NoMyopia	-0.015 (-0.597)	-0.028 (-0.728)
HighFinancialLiteracy	0.172*** (8.716)	
NoMyopia × HighFinancialLiteracy	0.174*** (6.299)	
InvestorEducation		-0.023 (-0.734)
NoMyopia × InvestorEducation		0.129*** (3.962)
控制变量	控制	控制
基金公司固定效应	控制	控制
Observations	30,915	30,112
PseudoR^2	0.048	0.044

七、结论与启示

利用来自多家基金机构的中国个人基金投资者调查数据,研究投资者短视与基金投资收益之间的关系,研究发现投资者短视显著降低了投资者的基金投资收益。这一结论在处理内生性问题、考虑自我选择偏差、替换变量构造方式、更换模型设定等稳健性检验后仍然成立。进一步研究发现投资者短视影响投资收益的机制在于:短视投资者更倾向于关注基金短期的净值或业绩波动,而忽略与基金回报有关的基本面和有价值信息,不利于投资者在长期内获得错误定价机会收益和流动性溢价;短视投资者存在损失规避倾向,倾向于频繁交易,非短视投资者的损失容忍度更高,有助于减少频繁交易带来的交易成本;短视投资者容易出现追涨杀跌行为,加剧处置效应,不利于获得长期收益。

本文结论对政府部门和金融行业具有切实的政策实践参考价值。

首先,基金投资收益提高是稳定基金投资者情绪、促进基金行业健康发展的重要前提,

“基民不赚钱”抑制了基金产品对个人投资者的吸引力,进而抑制了中国基金市场的规模扩大。如何帮助个人投资者提高基金投资收益日益成为重要研究问题,本文从投资者个人层面给出了“基民不赚钱”深层次原因及应对策略,不仅有助于提高基金投资者收益,也对促进基金市场规模扩大、优化基金投资专业化运作模式、实现基金市场高质量发展具有重要意义。

其次,不仅是投资者,基金公司等金融机构也要关注投资者的长短期投资需求。中国人力资源和社会保障部、财政部从2019年开始规划将符合要求的基金等金融产品纳入养老保障第三支柱体系建设,公募基金逐渐成为养老储蓄的重要方式之一。基金公司等金融机构在提供金融服务前,通常会对投资者的基本情况和风险偏好进行评估,在投资者长期投资需求(如养老投资)日益增加时,金融机构也需对投资者的长期和短期偏好进行评估,为投资者提供合适的金融服务。掌握投资者长短期投资需求将对优化基金产品和服务供给有重要参考价值。

最后,研究表明投资者教育有助于降低短视的不利影响,这一发现的启示在于,于政策制定者和金融机构而言,通过加强投资者教育、“助推”等方式引导投资者增长投资视野,有助于投资者在长期内获得更高的投资收益,这对增加人们的养老储备、提高退休生活质量具有重要意义。为减少行为偏差对投资者效用损失的影响,金融机构可以研究加强金融教育、利用承诺策略等方式帮助投资者抵制短期利益诱惑和减少短视投资行为。

参考文献:

崔晓蕾、高涛、徐龙炳.投资者短视对公司长期投资的影响研究——基于管理者迎合机制[J].财经研究,2022(8).

冯旭南,李心愉.参与成本、基金业绩与投资者选择[J].管理世界,2013(4).

季吉,林焘,余剑峰.个体投资者错误择时对基金行业的负面影响[J].清华金融评论,2021(10).

江静琳,王正位,向虹宇.金融知识与基金投资收益:委托投资能否替代金融知识[J].世界经济,2019(8).

李凤,吴卫星,李东平.投资者教育发挥作用了吗?——来自公募基金个人投资者调查数据的证据[J].金融研究,2023(01).

李志冰,刘晓宇.基金业绩归因与投资者行为[J].金融研究,2019(2).

刘洋溢,廖妮,罗荣华.基金赚钱、基民不赚钱:业绩持续性感知与基金投资者行为[J].中国工业经济,2022(2).

陆蓉,陈百助,徐龙炳.基金业绩与投资者的选择——中国开放式基金赎回异常现象的研究[J].经济研究,2007(6).

莫泰山,朱启兵.为什么基金投资人的投资回报低于基金行业的平均回报——基于“聪明的钱”效应实证检验的解释[J].金融研究,2013(11).

肖峻.股市周期与基金投资者的选择[J].经济学(季刊),2013(4).

吴卫星,沈涛,董俊华.投资期限与居民家庭股票市场参与——基于微观调查数据的实证分析[J].国际金融研究,2014(12).

赵振华,刘淳,廖理.是谁获得了更高的基金投资收益?——对个人投资者问卷调查的实证分析[J].金融研究,2010(5).

郑睿,刘维奇.“追涨杀跌”与“参照依赖”的相遇——股市风险收益研究的行为视角[J].山西财经大学学报,2020(5).

周铭山,周开国,张金华.我国基金投资者存在处置效应吗?——基于国内某大型开放式基金交易的研究[J].投资研究,2011(10):.

朱菲菲,李惠璇,徐建国等.短期羊群行为的影响因素与价格效应——基于高频数据的实证检验[J].金融研究,2019(7).

Ameriks J.,A. Caplin,and J. Leahy,2003. Wealth Accumulation and the Propensity to Plan,*Quarterly Journal of Economics*,118(3):1007-1047.

Bailey W.,A. Kumar,and D. Ng,2011. Behavioral Biases of Mutual Fund Investors,*Journal of Financial Economics*,102(1):1-27.

Barber B. M.,X. Huang,and T. Odean,2016. Which Factors Matter to Investors? Evidence from Mutual Fund Flows,*Review of Financial Studies*,29(10):2600-2642.

Barberis N.,2000. Investing for the Long Run When Returns are Predictable,*Journal of Finance*,55(1):225-264.

Bau N.,2021. Can Policy Change Culture? Government Pension Plans and Traditional Kinship Practices,*American Economic Review*,111(6):1880-1917.

Benartzi S.,and R. H. Thaler,1995. Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle,*Quarterly Journal of Economics*,110(1):73-92.

Bergstresser D.,and J. Poterba,2002. Do After-tax Returns Affect Mutual Fund Inflows? *Journal of Financial Economics*,63(3):381-414.

Bushee,B. J.,1998,The Influence of Institutional Investors on Myopic R & D Investment Behavior,*Accounting Review*,73(3):305-333.

Callen J. L.,and X. Fang,2013. Institutional Investor Stability and Crash Risk:Monitoring versus Short-termism? *Journal of Banking & Finance*,37(8):3047-3063.

Cremers M.,A. Pareek,and Z. Sautner,2020. Short-term Investors,Long-term Investments,and Firm Value:Evidence from Russell 2000 Index Inclusions,*Management Science*,66(10):4535-4551.

Dierkes M.,C. Erner,and S. Zeisberger,2010. Investment Horizon and the Attractiveness of Investment Strategies:A Behavioral Approach,*Journal of Banking & Finance*,34(5):1032-1046.

Docherty P.,and G. Hurst,2018,Investor Myopia and the Momentum Premium across International Equity Markets,*Journal of Financial and Quantitative Analysis*,53(6):2465-2490.

Döring S.,W. Drobetz,S. El Ghoul,and O. Guedhami,and H. Schröder,2021. Institutional Investment Horizons and Firm Valuation Around the World,*Journal of International Business Studies*,52(2):212-244.

Grinblatt M.,S. Ikäheimo,M. Keloharju,and S. Knüpfer,2016. IQ and Mutual Fund Choice,*Management Science*,62(4):924-944.

Kumar A.,and S. S. Lim,2008. How Do Decision Frames Influence the Stock Investment Choices of Individual Investors? *Management Science*,54(6):1052-1064.

Kyle A. S.,A. A. Obizhaeva,and Y. Wang,2018. Smooth Trading with Overconfidence and Market Power,*Review of Economic Studies*,85(1):611-662.

Lan C.,F. Moneta,and R. Wermers,2023. Holding Horizon:A New Measure of Active Investment Management,*Journal of Financial and Quantitative Analysis*,1-45.

Odean T.,1998. Are Investors Reluctant to Realize their Losses? *Journal of Finance*,53(5):1775-1798.

Odean T.,1999. Do Investors Trade too Much? *American Economic Review*,89(5):1279-1298.

Seasholes M. S.,and G. Wu,2007. Predictable Behavior,Profits,and Attention,*Journal of Empirical Finance*,14(5):590-610.

Shefrin H., and M. Statman, 1985. The Disposition to Sell Winners too Early and Ride Losers too Long: Theory and Evidence, *Journal of Finance*, 40(3): 777-790.

Shefrin H. M., and R. H. Thaler, 1988. The Behavioral Life-cycle Hypothesis, *Economic Inquiry*, 26(4): 609-643.

Stein J. C., 1989. Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior, *Quarterly Journal of Economics*, 104(4): 655-669.

Stein J. C., 2005. Why are Most Funds Open-end? Competition and the Limits of Arbitrage, *The Quarterly Journal of Economics*, 120(1): 247-272.

Von Gaudecker H. M., 2015. How Does Household Portfolio Diversification Vary with Financial Literacy and Financial Advice? *The Journal of Finance*, 70(2): 489-507.

Wang J., 1993. A Model of Intertemporal Asset Prices under Asymmetric Information, *The Review of Economic Studies*, 60(2): 249-282.

(责任编辑:李长春)

Does Investor Myopia Affect Fund Investment Returns? An Empirical Study Based on Survey Data from Individual Investors in Public Mutual Funds

Yan Zhu, Wang Zhengwei, Si Jiaxin

Abstract: The phenomenon "funds make money, fund investors do not" highlights that the realized rates of return for fund investors are significantly lower than the long-term holding returns of public mutual funds. In practice, investors often lack a long-term investment perspective, exhibiting tendencies toward myopia. Employing a behavioral finance framework and using survey data from individual investors in Chinese public mutual funds, this study empirically investigated the relationship between investor myopia and fund investment returns. The findings indicate that myopia negatively impacts fund investment returns. To address endogeneity issues, an instrumental variable is constructed using the exogenous shock of the introduction of personal tax-deferred pension policies. The results robustly support the initial conclusions. Mechanism analysis suggests that reliance on technical analysis, low tolerance for losses, and trend-chasing behaviors are significant mechanisms through which investor myopia affects fund investment returns. Heterogeneity analysis reveals that myopia has a more substantial impact on the returns of investors who choose high-risk funds and do not receive professional advice. Strengthening investor education can help mitigate the adverse effects of myopia.

Keywords: investor myopia, investment horizon, trend-chasing behaviors, investment returns