

性别差异视角下证券投资行为分析

——来自第三届新浪财经投资顾问大赛的证据

黄蕊 陈张霞 何炆桦

摘要: 社会普遍认为女性不适合参与金融投资,女性专业投资人的投资能力亦不如男性。本文利用新浪财经第三届投资顾问大赛的数据对证券投资行为的性别差异进行实证分析。研究发现,男女选手总收益是没有显著差异的,而短线交易频次和较长时期(三个月)的活跃度都有显著的性别差异,说明男女投资顾问的投资能力相当,没有孰优孰劣,而二者的投资风格是有差异的,具有互补性。证券公司应放弃偏见和传统观念,充分肯定并重视女性投资顾问的价值,提供更好的职业平台和发展机会,以便发挥其作用,同时女性投资顾问也应树立自信心。

关键词: 证券投资顾问;投资行为;性别差异;新浪投资顾问大赛

DOI: 10.13277/j.cnki.jcwu.2016.04.018

收稿日期: 2016-01-02

中图分类号: C913.68

文献标识码: A

文章编号: 1007-3698(2016)04-0118-06

作者简介: 黄蕊,女,中华女子学院金融系副教授,主要研究方向为互联网金融、金融监管和金融职业发展等;陈张霞,女,中华女子学院金融系2012级学生;何炆桦,女,中华女子学院金融系2012级学生。100101

一、问题的提出

瑞士瑞信银行《2012年全球财富状况报告》显示,2012年中国是全球财富增长最快的国家,拥有的家庭财富总量居世界第三。汇丰银行(中国)有限公司《2012中国家庭理财状况调查报告》显示,实现资产增值是中国家庭理财规划的首选目标。2014年中国大妈因大胆抄底黄金而备受国际金融市场的瞩目,这从一个侧面反映了中国家庭的财富迅速增加,家庭妇女也开始涉足各类金融市场。另一方面,大妈们的黄金投资由于深度被套,被认为是虽有钱但却盲目和任性,也引发人们关于女性投资行为的相关思考。^[1]

缺乏独立性和冒险精神,相对主观,易受到别

人的影响和支配,较为保守和内向,这是社会对女性性别角色的刻板化印象,因而社会普遍认为女性不适合参与金融投资。至于专业投资人,社会也普遍认为女性的能力不如男性。金融是典型的智力密集型和资本密集型的高级服务行业,对从业人员的知识、技能甚至心理素质的要求较高。从表面上看,随着现代信息技术在金融业的广泛使用和女性接受高等教育的普及,金融业男女从业者技能上的差异越来越小,金融业已成为女性就业的第三大优势行业,女性从业者的比例超过一半。金融业女性就业绝对数虽然超过男性,但多从事柜员、客服、营销等基础工作,而投资、研发、定价、风控等核心和关键岗位的女性比例则较低。^[2]以公募基金经理为例,虽然随着行业

① 详见证券之星: <http://finance.stockstar.com/SS2012102600001872.shtml>.

② 详见人民网: <http://finance.people.com.cn/money/n/2012/0908/c42877-18955664.html>.

③ 参见:2009年《中国劳动统计年鉴》,中国统计出版社2009年版。

的发展,自2010年以来女性基金经理无论从绝对数量,还是占比,均有不小的增幅,但男性基金经理比例始终远远超过八成。股票、外汇、黄金交易等金融投资领域一向被认为充满了雄性荷尔蒙,是男性投资人纵情驰骋的战场和天下。那么,女性究竟是否适合这些金融投资,她们的投资行为有何特点,处于优势还是劣势呢?本研究拟从性别差异的视角对男女投资顾问投资行为进行实证分析,样本取自于新浪财经第三届投资顾问大赛的公开数据。

二、国内外相关研究文献的梳理

国内外男女投资方面的性别差异研究主要从心理学(行为金融)和女性主义等视角展开。

(一)心理学性别差异研究

心理学研究表明,男性和女性的大脑皮层结构存在生理学差异,男性左脑发达,擅长线性的逻辑思维和抽象性、分析性的思维。女性右脑发达,具有高度敏感性、观察力和想象性,具备整体性和直觉性的思维。因此男性与女性在性格、思维方式和行为方式上都存在差异,心理学研究成果也被广泛应用于金融投资行为分析中。研究普遍认为,女性投资行为较为谨慎和保守,风险偏好程度更低,在财务决策中更为焦虑。心理学对此的解释是女性体内影响风险决策的单胺氧化酶水平更高,女性承担生育和哺乳的生理角色使得女性更加注重规避风险,以及女性预期寿命更长,冒险行为会导致女性损失更大等等。美国德州农工大学教授 Catherine C. Eckel 和荷兰奈梅亨大学教授 Sascha Füllbrunn 关于两性在交易行为和行为学金融方面的差异的一项最新实验研究结果表明,男性主导的金融市场相对更容易产生投机性泡沫,女性主导的金融市场更加健康和稳定。^[3] 娄静认为,男女基金经理业绩的差异多因男女性格差异造成。男性基金经理更具进攻性和冒险性,但其稳健性不如女性。而女性相对来说偏保守,但长期来看业绩不让须眉。^[4]

(二)女性主义关于投资行为的性别差异相关研究

性别差异是社会学分支女性主义(女性学)重要的研究内容和研究视角,男女性别差异主要集中在生物学、经验、话语、无意识、社会和经济条件等方面。随着社会的发展和时代的进步,女性主义关于性别差异的态度和观点从比较激进的反对男性压迫、颂扬女性的性别对立论,已发展为正视性别差异性,主张性别平等、多样性和性别互补性,倡导创造女性发挥其优势,实现其价值的良好的社会环境和氛围。^{[5]239-247} 关于投资和金融领域方面的性别差异研究已经持续多年,成果颇丰。

国外研究认为,男女投资存在差异,但结论并不统一,如 Bliss 和 Potter 研究发现,女性基金经理比男性经理具有更高的风险偏好,且业绩优于男性。^[6] Niessen 和 Ruenzi 的研究则得出相反结论。国内研究普遍认为,男女投资风格存在差异,但业绩并无明显差异,在不同的市场环境下各有优势。^[7] 如刘可、田存志认为,从业年限及学历对基金业绩有正向促进作用,而基金经理性别差异不会产生对基金业绩的明显影响。^[8] 陈圆圆发现,男性基金经理所掌管的基金总体风险更高,但收益并无显著的性别差异。^[9] 高鹤、李旻文、高峰认为,综合来看女性基金经理与男性基金经理两者各有优势,女性基金经理比男性基金经理更加厌恶市场风险,注意控制市场风险水平,适合相对风险偏好较低的投资者。^[10]

此外,国内外学者对金融危机等特殊时期男女金融或实体投资行为进行了研究,普遍认为女性在金融危机中投资更为稳健,利于度过危机,若女性管理人比例高则有利于公司治理,能够抑制过度投资和违规行为。因为女性在投资决策方面通常比较谨慎,很少将所有筹码都放到一两个投资项目上。虽然在经济高速发展的时代,缺乏冒险精神或许是女性经理人的弱点,但面对金融海啸的袭击,此举无疑成为拯救企业的优势。法国塞拉姆商学院的调查认为,领导层中女性比例越高、职位越重要的企业在金融危机中受到的损失通常要小一些。赵存存研究了不同性别基金经理在牛熊市中的运作情况,认为市场平稳时期

① 据《中国青年报》和 WIND 的不完全统计,2010—2014 年以来公募基金女性经理占比分别为 14%、15.4%、15.57%、17.79%、18.5%,始终未超过 20%。

② 新华社布宜诺斯艾利斯 2009 年 3 月 7 日专电(记者:宋洁云、冯俊扬),引自阿根廷《金融界报》。

和牛市时男性基金经理的业绩具有持续性,熊市时女性的业绩具有持续性。^[11]祝继高、叶康涛、严冬发现,2007年—2009年金融危机期间,A股上市公司女性董事比率高的公司投资水平下降得更快,公司会减少长期借款,从而为企业未来的投资机会储备债务融资能力,说明在面临不确定性的情况下,女性的风险规避有利于减少公司的过度投资,帮助公司克服金融危机所带来的不利影响。^[12]李璇对女性高管对公司过度投资的治理机制进行研究后,认为高层中女性任职比例与上市公司过度投资行为显著负相关。^[13]章胜平的研究从公司治理角度,认为女性高管参与治理确实能够有效降低上市公司违规行为。^[14]

目前,金融投资行为的性别差异研究大都以基金经理或公司高管为研究对象,他们属于金融或实物投资领域的高端人群,而对活跃在证券市场基层的广大投资顾问群体则缺乏关注。事实上,投资顾问在当今中国证券市场发挥的作用日益明显。中国证券市场个人直接投资比例大,但专业水平不高,投资不理性,跟风从众现象严重,投资风险较大。金融危机后中国证券业加强投资者教育和投资服务,证券经纪业务从传统的通道型服务向为客户提供高附加值的服务方面转型,为个人投资者提供投资顾问服务,向客户提供投资的品种选择、投资组合以及理财规划建议等。在这一模式下,投资顾问的实战操盘水平会影响投资者的投资收益。在互联网金融大行其道的今天,一些投资顾问开始拓宽服务面,和互联网平台合作,推出专属投资(理财)计划,大受个人投资者的欢迎,未来证券投资服务的发展趋势,即线下与线上结合,券商投资咨询服务与独立投资(理财)服务结合的模式也初现端倪。正如购买基金等间接投资行为事实上就是在选择合适的基金经理,直接投资者也面临如何选择投资顾问的问题,那么投资顾问的性别是否是投资者选择投资顾问时需要考虑的因素之一呢?对证券投资顾问的投资能力和投资风格进行性别差异分析,具有一定的现实意义。

三、男女投资顾问投资行为的性别差异分析

本研究的样本来自第三届新浪财经投资顾问大赛暨首届互联网券商理财师精英赛的所有公开数据。此比赛由新浪财经、新浪理财师平台和新时代证券联合主办,以证券公司营业部、总部或证券咨询公司投资顾问为参赛对象,有来自161家券商机构共计两千余名专业投资顾问参与,交易品种为深圳、上海证券交易所上市的A股,不支持其他品种和不支持新股申购。赛程为期三个月,即2014年9月19日—12月18日。

本文用于分析的数据取自2014年12月18日比赛结束时的最终结果,参赛投资顾问的性别、学历、从业时间、所在地区等信息根据大赛所披露的从业资格证书号码查询中国证券业协会网站获得。本文共选取正收益天数、总收益、总资产、交易频次、周活跃度、月活跃度、开赛以来活跃度等7个指标,从稳健性排名(指标为正收益天数和总收益)、短线高手(指标为当日交易频次)、活跃度(指标为周活跃度、月活跃度、开赛以来活跃度)三个维度来刻画投资顾问的投资行为,分析投资行为的性别差异,主要方法为利用SPSS19.0对相关指标进行均值T检验。

(一)样本描述性统计

样本总数为2386人,其中地区按照经济发展水平划分为东中西部,学历划分为专科以下、专科、本科和硕士以上,从业年限这一数据是根据参赛投资顾问获得第一个从业资格的时间所推算,因此可能比其实际从业时间短。工作年限实际分布为1—12年,为方便统计,将从业年限划分为1—3年、4—6年、7—12年三个档位,1—3年的投资顾问即新人,投资经验尚有限;4—6年的投资顾问有一定投资经验,但还没有经历牛熊市周期和转换,未能完整体验市场的繁荣和萧条;7—12年的投资顾问经历过牛市到金融危机带来的7年熊市,能感知市场的冷热,对金融市场的认识比较全面,经验比较丰富,投资风格相对成熟。

① 为规范投资顾问业务和行为,2010年证监会出台《证券投资顾问业务暂行规定》。证券投资顾问是介乎公募基金经理和散户之间的第三方资产管理,须有一定的实战操盘经验和资产管理经验。

② 新浪财经与专业投资顾问合作,推出“新浪理财师平台”,这是中国首创的带有媒体属性的互联网金融咨询平台,利用品牌优势,聚集大量专业理财师,致力于为客户提供最具专业性的投资理财服务。

③ 活跃度指交易次数,如周活跃度即为周平均交易次数。

样本总体呈现如下特征:男性、东部地区和本科学历层次的投资顾问占绝对比例,有投资经验和丰富投资经验的投资顾问占比较大,见表1。

我们以总收益和正收益天数衡量投资顾问的投资水平,以交易频次和活跃度考察其投资资格。表2为不同地区男女选手相关指标均值的对比

表1 样本总体特征(单位:%)

性别	男	82.5	地区	西部地区	9.0
	女	17.5		中部地区	23.0
学历	专科以下	0.6	从业时间 (年)	1—3	8.5
	专科	4.3		4—6	59.6
	本科	85.8		7—12	31.9
	硕士及以上	9.3			

比,表3则为总体样本男女选手相关指标均值的对比。可以看出,西部地区选手在稳健性方面均好于中东部选手,交易比较活跃的则是东部选手。女选手无论总体样本还是分地区样本的总收益率均略高于男性选手,其中西部地区女性选手比男性选手的收益率高出近10%。总体样本女选

手交易活跃度低于男选手,东部和中部地区呈现相同的特点,但西部地区女性选手的活跃度要高出男性选手。详情见表2和表3。

(二)男女投资顾问相关交易指标的检验分析

我们选取稳健性维度中的总收益指标反映投资水平或投资能力,短线高手维度中的交易频次

表2 东中西部地区投资顾问相关交易指标均值对比

		正收益天数 (天)	总收益率 (%)	总资产 (万)	交易频次 (次)	开赛以来活跃度 (次)
东部	男	28	8.67	108.67	3.10	27.76
	女	28	9.05	109.05	3.24	23.71
中部	男	28	8.56	108.56	3.13	27.88
	女	29	9.2	109.2	3.58	19.44
西部	男	28	9.04	109.04	3.22	23.25
	女	28	9.97	109.97	3.21	27.40

表3 男女投资顾问相关交易指标均值对比

	人数 (人)	人数比例 (%)	正收益天数 (天)	总收益率 (%)	总资产 (万)	交易频次 (次)	开赛以来活跃度 (次)
男	1968	82.5	28	8.68	108.68	3.12	27.42
女	418	17.5	28	9.19	109.19	3.31	22.96

以及活跃度维度中的周活跃度、月活跃度、开赛以来活跃度等指标反映投资风格,分别对总体样本和分地区样本进行性别差异分析,见表4。

结果一:稳健性总收益方面,总样本中男女选手无显著性差异,中东西部各地区样本中男女选手均无显著性差异;

结果二:短线高手交易频次方面,总样本男女选手有显著性差异($t=-2.038;p=0.042$),分地区样

本分析中,中部较发达地区男女有差异($t=-2.428;p=0.016$),东部地区和西部地区男女选手无显著性差异;

结果三:活跃度方面,开赛以来活跃度指标,总样本中男女选手有显著性差异($t=2.274;p=0.023$),分地区样本分析中,中部较发达地区男女有差异($t=2.391;p=0.018$),东部地区和西部地区男女选手无显著性差异。周活跃度、月活跃度指标,

表4 男女投资顾问相关交易指标T检验值

		总地区	东部地区	中部地区	西部地区
总收益	t	-0.520	-0.303	-0.361	-0.241
	p	0.603	0.762	0.718	0.810
交易频次	t	-2.038	-1.102	-2.428	0.331
	p	0.042*	0.271	0.016*	0.741
开赛以来活跃度	t	2.274	1.553	2.391	-0.756
	p	0.023*	0.121	0.018*	0.450

* 在显著性水平 $p=0.05$ 上显著。

总样本和分地区样本男女选手均无显著性差异。

四、结论与启示

本文将性别因素对基金管理和公司治理方面的影响的研究,拓展到证券投资顾问的投资水平和投资风格方面。研究发现,首先男女选手投资大赛的总收益是没有显著差异的,说明女性投资顾问的投资能力与男性投资顾问的投资能力相当。其次,短线交易频次和较长时期(3个月)的活跃度都有显著性别差异,从统计结果看,虽然短线交易频次指标女选手略高于男选手,但数值取自当日交易次数,而不是开赛以来均值,不具有代表性,而开赛以来活跃度更有说服力,男选手要高出女选手近20%,因此综合看来,男女投资顾问的投资风格是有差异的,男选手相对女选手的投资交易比较活跃。以上结论与其他类似研究的结论基本一致。

本研究表明,在证券投资领域男女投资顾问投资能力是没有差异的,投资风格是互补的,没有孰优孰劣。目前,证券经纪业务佣金不断降低,价格战使基层券商营业部普遍存在发展困境,投资顾问的服务将是一个突破口。投资顾问是基础性服务岗位,是拓展证券经纪业务的利器,更是营销法宝。这一领域如果能做好,投资顾问通过专业投资建议和理财规划,得到客户的认可和信

任,可以增加客户忠诚度、信任度和粘性,提高客户签约率。从而为证券公司提升形象,从单一的通道服务迈向综合理财和财富管理新阶段,打下坚实基础。女性具有亲和力、耐心、细致,在投资顾问岗位具有相对性别优势,其价值和作用不可忽视。既然男女投资顾问投资能力没有差异,也能很好地为客户提供投资建议和投资组合规划,还能与男性投资顾问一起,形成互补,为不同需要和偏好的客户服务,因此证券公司应放弃偏见和传统观念,应充分重视女性投资顾问,肯定其价值,提供更好的职业平台和机会,发挥其作用,同时女性投资顾问也应树立自信心。

本研究也存在一些不足。首先,样本取自投资大赛数据,比赛每天都进行排名,比赛的气氛和性质使投资顾问的投资心态和平时有很大的不同,投资行为也有一些变化,比赛类似于金融投资实验,由此得出的结论与真实情况可能存在偏差。其次,投资风格除了交易频次和活跃度以外,还应包括风险偏好程度,主要以投资人的持股类型、持股集中度等指标来度量,但大赛对选手的持股情况没有披露,使投资风格的度量不够全面。最后,数据观察期仅为3个月,时间太短,三个月的总收益率不能完全反映投资能力。而股票市场涨跌荣衰具有周期性,尤其是经历了牛熊交替后的长期收益率,才更具有较强的说服力。

【参考文献】

- [1] 王群.“中国大妈”在盲目和感性中徘徊[N].工人日报,2014-08-20.
- [2] 黄蕊,咸迪咏.女性金融从业人员职业发展状况调查与研究——以北京地区为例[J].金融理论与实践,2011,(3).
- [3] 告别泡沫 如果女性主导金融市场[EB/OL].新浪财经, <http://finance.sina.com.cn/>, 2015-02-16.
- [4] 娄静.女性基金经理业绩不让须眉[N].中国证券报,2014-04-21.
- [5] (美)玛丽·克劳福德, 罗达·昂格尔.妇女与性别——一本女性主义心理学著作 [M].北京:中华书局,2009.
- [6] B liss R. T., Potter M. E.. Mutual Fund Managers Does Gender Matter?[J]. Journal of Business and Economic Studies, 2002,(1).

- [7] Bar M., Niessen A., Ruenzi S.. The Impact of Work Group Diversity on Performance :Large Sample Evidence from the Mutual Fund Industry[R]. Centre for Financial Research CFR Cologne at the University of Cologne, 2007.
- [8] 刘可,田存志. 基金经理个人特征和基金业绩[J].云南财经大学学报(社会科学版),2012,(3).
- [9] 陈圆圆. 基金经理人口背景特征与基金业绩的关系[D].南京大学硕士学位论文,2012.
- [10] 高鹤,李旻文,高峰. 基金经理风险偏好、投资风格与基金业绩——基于性别个人特征的视角[J].投资研究,2014,(5).
- [11] 赵存存. 基金经理性别差异对基金运作影响的研究[D].兰州商学院博士学位论文,2013.
- [12] 祝继高,叶康涛,严冬. 女性董事的风险规避与企业投资行为研究——基于金融危机的视角[J].财贸经济,2012,(4).
- [13] 李璇. 女性高层任职对上市公司过度投资治理作用的研究[D].南京财经大学硕士学位论文,2013.
- [14] 章胜平. 我国上市公司女性高管与企业违规行为研究[D].西南财经大学硕士学位论文,2014.

责任编辑:贾春

Analysis of Investment Behavior of Investment Counselors from the Perspective of Gender Differences

——Based on the Third Investment Competition of Sina Finance

HUANG Rui, CHEN Zhangxia and HE Wenhua

Abstract: It is generally believed that women are not suitable for financial investment and that female investors are inferior. Using data from the Sina Investment Counselor competition, this paper studies the investment behavior of counselors from the perspective of gender differences. It found that there was no significant difference in gross income from investment between male and female players, though the short- and long-term frequency of stock exchange did show significant irregularities, with men found to be more active. To allow female investment counsellors to play a greater role, security companies ought to abandon their prejudice and traditional notions, attach greater importance to female employees and ensure better professional platforms and opportunities. At the same time, female investment counselors themselves need to gain more confidence.

Key words: securities investment counselor; investment behavior; gender differences; Sina investment counselor competition