

# 个人投资者处置效应的综述研究

李婉君 胡谏萍

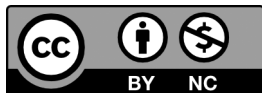
广东金融学院，广州

**摘要** | 近年来，行为金融学理论逐渐发展，其挑战了传统金融学中的理性人假设。许多学者通过实证检验证明了投资者存在各种非理性决策。其中最典型的一种就是处置效应，是指投资者倾向于过早卖出盈利的资产，而过长时间持有亏损资产的非理性行为。本文梳理了近几年的研究成果，先梳理处置效应的提出和不同的度量方法、研究方法，然后归纳了经典理论的解释，如前景理论、心理账户、后悔厌恶和均值回归信念；并归纳了其他研究成果，从投资者个人特质、认知不协调、社会交往和信息因素等去解释个人投资者的处置效应。最后提出了相应的解决对策，一方面要提高投资者个人专业素养，另一方面可以改善外部条件，都有助于降低个人投资者的处置效应，有利于促进金融市场的稳定和发展。

**关键词** | 行为金融；处置效应；影响因素

Copyright © 2022 by author (s) and SciScan Publishing Limited

This article is licensed under a [Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International License](https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/). <https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>



## 1 引言

近年来，金融学理论界与实践界都意识到了个体投资者的情绪、认知对于投资行为的影响。对于投资者的心理、认知、行为偏差的研究逐渐形成了一个

基金项目：教育部人文社会科学研究青年基金项目（21YJC190006）。

通讯作者：胡谏萍，广东金融学院博士，研究方向：行为金融。

文章引用：李婉君，胡谏萍. 个人投资者处置效应的综述研究 [J]. 社会科学进展, 2022, 4 (6) : 560-574.  
<https://doi.org/10.35534/pss.0406051>

新的分支，行为金融学挑战了传统金融学中的理性人假设，通过实证检验证明了投资者存在各种非理性决策。其中最典型的一种就是处置效应，是指投资者倾向于过早卖出盈利的资产，而过长时间持有亏损的资产。其普遍存在于各个国家，无论发达国家还是发展中国家，各种金融市场，如股票市场，基金市场，期权市场。处置效应的普遍性还体现在其出现在各种类型的投资者身上，无论是机构投资者还是个人投资者。而个人投资者作为我国金融市场非常重要的投资主体，个人投资者的处置效应，最终会影响整个金融体系的运作。个人投资者非理性行为会产生价格泡沫，降低市场的有效性，影响金融市场的良性发展。但是现有文献对于影响处置效应的因素的研究还不够清晰，且有很多争议，所以值得进一步研究。这有助于更深地理解人类的情绪、认知及行为，促进行为金融学理论建设，补充拓展传统金融学理论，并更好地指导个体投资者的投资决策，有助于金融市场的制度建设，最终促进金融市场的完善和发展。

本文在国内外研究成果的基础上，首先归纳总结处置效应的提出和度量方法，通过分析国内外文献对于处置效应、投资者类型的相关文献，总结出最近几年的研究现状，接着梳理文献中涉及的相关的变量、影响因素、产生的原因和背后的机制等，结合传统金融学、行为金融学及其他可能相关的学科如心理学、神经科学、认知科学、社会学等理论与实证研究结果，归纳出影响个人投资者处置效应的因素，并根据影响因素，结合实际情况提出相应的对策。

## 2 处置效应的提出和度量

处置效应是指投资者过早卖出盈利资产而持有过久亏损资产的倾向，是由谢弗里和斯塔曼（Shefrin and Statman, 1985）首次提出的，他们建立了一个行为模型，主要运用了前景理论、心理账户、后悔厌恶和自我控制来分析处置效应。他们对个人投资者股票交易历史数据进行研究来证明处置效应的存在。

对于处置效应的度量，学界普遍使用的方法是由奥登（Odean, 1998）提出的卖盈实现比率（Proportion of Gains Realized）和卖亏实现比率（Proportion of Losses Realized）。具体而言，他把盈利和亏损分别分为两种形式，实现的盈利（Realized Gains）和账面的盈利（Paper Gains），实现的亏损（Realized

Losses)和账面的亏损(Paper Losses)。在一个投资组合中,当卖出一只股票时,把它的售价和某一参考点如投资组合的平均购买价进行比较,来确定实现盈利还是实现亏损。这一参考点还可以是第一次购买价格,最近一次的购买价格和最高的购买价格等。如果没有卖出,则衡量是账面盈利还是账面亏损。如果最高价格和最低价格都高于平均的购买价格,就视为账面盈利,如果两个数据都低于平均购买价格,则为账面亏损。若介于两者之间,则不计算损益。卖盈比率为实现的盈利除以总盈利,卖亏比率为实现的损失除以总亏损。处置效应则为卖盈比率减去卖亏比率。如果卖盈比率大于卖亏比率,意味着投资者更多地出售盈利的资产,持有亏损的资产,视为表现出处置效应,反之则认为不存在处置效应。

$$\frac{\text{Realized Gains}}{\text{Realized Gains}+\text{Paper Gains}}=\text{Proportion of Gains Realized}$$

$$\frac{\text{Realized Losses}}{\text{Realized Losses}+\text{Paper Losses}}=\text{Proportion of Losses Realized}$$

最近许多研究也运用卖盈实现比率(Proportion of Gains Realized)和卖亏实现比率(Proportion of Losses Realized)方法,如有学者(王志强、苏刚、张泽,2016)用国内一家大型证券公司的数据,研究了不同特征的投资者处置效应是否存在差异。也有些学者根据情况采用两种方法进行研究,如有学者(肖琳、赵大萍、房勇,2018)认为卖盈比率和卖亏比率这种方法虽然能较好地研究市场整体水平的处置效应,但是不适合衡量个体投资者的处置效应,他们为了充分利用所有数据,最终用生存分析中的一个模型来研究个人投资者一些个人特质对于处置效应的影响。另外,如个人投资者在考察时期内的买卖交易不频繁,甚至只能申购赎回一次,就无法用奥登(Odean,1998)的方法来衡量个人投资者的处置效应。因此有学者(伍燕然等,2016)用生存分析方法来研究基金投资者的处置效应,并对比其中的个体差异。

除此之外,也有学者用问卷的方法度量处置效应,如有学者(兰俊美、郝旭光、卢苏,2019)运用的是有情景元素的问卷来收集数据。他们分析认为,现实中的投资交易数据是一种结果变量,无法较好地反应投资者在这个过程中的内心情况,而有情景元素的问卷能研究投资者在不同情境下的心理状态与决策判断,

可以更细节化地调查背后的心理机制，且在数据内容方面更丰富。即使具有一定的主观性，但是相比市场数据无法有效控制干扰的特性，还是有很多的优势。他们在样本选择、问卷设计的过程中，考虑了更多的要素，注意了样本的多样性，注意了问卷问题角度的多样性，也是一种对于非理性投资行为很好的度量方法。

另外，有学者（李建标、牛晓飞、曹倩，2019）运用实验研究法来研究个人投资者处置效应。他们考虑到我国个人投资者的某些信息无法获得，以及在实际的交易中，许多因素会交互影响投资者的投资行为，他们认为实验研究法比实证研究方法更能清楚地考察个人投资者非理性行为的内在心理机制。因为实验研究法可以控制许多变量，及时地、在过程中收集相关的情绪体验数据，还可以直接观测投资者的交易决策过程，从而更好地研究投资决策的特质、分析其背后的心理机制。薛旋（2018）也同样运用了实验研究的方法来研究个人投资者的处置效应，用实验模拟股票交易，观察投资者买卖股票的行为。实验研究法，虽然很长一段时间被指责不能用于解释经济学，许多理论经济学家认为经济现象不能重现。但是对比实证研究中过于抽象的归纳，真实市场中复杂的干扰因素，实验研究也有其优点，可以控制变量，排除干扰，反复验证。在几十年的发展中，也逐渐得到认可，拓展了相关领域的研究。

随着科技的发展，功能磁共振成像技术（Functional Magnetic Resonance Imaging）也被应用于研究投资者的行为。弗莱德曼和卡梅勒（Frydman and Camerer, 2016）就使用 fMRI 技术来测量投资者在实验室场景下交易股票时的大脑活动，研究结果发现，所有的参与者都表现出很强的处置效应。这类的研究是近年兴起的神经金融学（Neurofinance），其试图描述人类在进行经济决策时大脑的各种神经活动，并理解不同的大脑活动如何反应在行为上的。这些新的研究方法都拓展了相关的研究。

### 3 个人投资者处置效应的影响因素

#### 3.1 经典理论解释

处置效应的解释有很多经典的理论，如前景理论，后悔厌恶，心理账户和均

值回归信念。关于处置效应最经典的理论解释是前景理论 (Prospect Theory)，由卡尼曼和特沃斯基 (Kahneman and Tversky, 1979) 提出的。根据前景理论，投资者首先会根据一个参考点来评估结果，而不是传统思维中的最终财富水平，这个参考点通常是购买价格。投资者使用的是 s 型的估值函数，当投资者评估有盈利时，投资者是风险厌恶，因此倾向于及时兑现收益，而在亏损的情况下，投资者是风险寻求的，倾向于继续持有股票，以期待重新获利。但是现有的研究也表明，前景理论有时不能很好地解释投资者的处置效应，如 Jiao (2017) 运用实验法，设计了简化的决策任务、风险态度参数和引出信念的实验，并研究均值回归信念和前景理论对于投资者处置效应的解释力，结果发现前景理论没法很好地解释参与者的处置效应。

心理账户 (Mental Accounting) 理论指出投资者其实为自己的每一个股票都开立了一个心理的账户，并且期望在关闭每一个账户的时候获利。因此投资者会倾向关闭盈利的股票所在的心理账户，而不关闭亏损股票的心理账户，继续持有亏损的股票。经济学中的完全理性人会把损失看作是沉没成本，会对整个投资组合有一个整体的看法。谢弗里和斯塔曼 (Shefrin and Statman, 1985) 指出在心理账户的影响下，投资者会忽略可能的相互作用，将前景理论的决策规则用于每个单独的账户。

除了认知层面会影响投资者的处置效应，情绪上也会影响。后悔厌恶指的是投资者厌恶那种在做出一个糟糕决策后，由于对比了更好的替代结果和实际结果之间的差异产生的负面情绪。投资者在受到预期后悔情绪影响，会宁愿不出售当前的资产，因为这样处理降低了糟糕结果的可能性。后悔厌恶情绪可以解释投资者不愿出售原因，因为在卖出亏损资产的那一刻会给投资者一种心理的反馈，表明他们过去做出了错误的决定。李建标等人 (2019) 运用了实验经济学的方法，研究了后悔和投资者处置效应的关系，实验结果发现，参与实验的被试报告的后悔程度越高，其处置效应也越高。

另一种理论是均值回归理念 (Belief in Mean Reversion)，投资者认为亏损资产的价格会上涨，而盈利股票的价格会下跌，收益会回归均值。Jiao (2017) 研究发现 61% 的参与者都存在处置效应，那些具有均值回归信念的投资者，处

置效应也更强，即均值回归信念可以很好地解释处置效应。这些经典的理论可以部分解释个人投资者处置效应背后的机制，但是还需要进一步深入地研究。

### 3.2 其他研究成果

处置效应背后的机制仍有很多未被解释的部分，随着理论和实证研究的发展，许多学者提出了新的解释。一些学者认为投资者特征是一种影响个人投资者的处置效应的因素，许多研究表明不同类型的投资者有不同程度的处置效应。对投资者的分类有：融资投资者和普通投资者，对金融知识的掌握程度，受教育水平、智力、性别、投资水平、经验丰富程度、交易习惯、地域和开户渠道等。如有学者（张云亭、张伟强、廖理，2019）以个人投资者的投资决策信息和账户数据信息为样本，通过计算卖盈比率和卖亏比率的方法来度量处置效应，研究了普通投资者和融资投资者处置效应的差异。发现中国融资投资者存在处置效应，但其处置效应程度低于普通投资者。贝洛法托、德洪特和德·温恩（Bellofatto, D'Hondt, and De Winne, 2018）研究了投资者金融知识掌握程度对于处置效应的影响。这一变量能解释投资者的投资行为，金融知识掌握程度高的投资者处置效应更低，也获得了更多的收益。瓦尔梅茨、利夫麻吉和塔普森（Vaarmets, Liivamägi, and Talpsepp, 2019）采用生存分析法，发现受教育水平和智力在影响投资者处置效应方面起着重要作用。肖琳等人使用券商交易记录数据，运用卖盈比率和卖亏比率的方法及生存分析法研究了投资者的个人特质对其处置效应的影响。证明了性别、投资水平是影响个体投资者处置效应的因素。王志强等人（2016）分析了个体融资交易者的个人特质信息和投资决策信息，同样采用卖盈比率和卖亏比率的计算方法，发现了从事融资交易的投资与非融资交易者，不同性别的投资者，经验丰富程度不同的投资者，频繁交易和经常往返交易的投资者的处置效应程度有所不同。伍燕然等人使用开放式股票型基金的交易数据进行研究，采用Cox生存分析法，研究了基金投资者的处置效应，并对比个体差异。发现在个体层面，性别、年龄、地域、开户渠道均会对处置效应的强度产生影响。国外的学者Rau（2014）也研究了性别的作用，发现了相同的结果，女性投资者的处置效应更强。这部分研究从较细节的角度研究了个人投

投资者处置效应的影响因素，但是没有构建一个抽象的理论来进行概括，对于投资者个人特质的分类也非常零散，缺乏一个系统的框架。

一些学者引入心理学中的概念，如所罗门（Solomon）、韦斯特菲尔德（Westerfield）等人提出认知失调可以解释处置效应。投资者的认知失调是投资者意识到他或她持有的信念或者做出的选择彼此不一致的时候产生的不适感。这一研究源自研究者观察到的一个令人费解的现象，不同资产类别的处置效应是不同的，共同基金的处置效应正好相反，投资者更倾向于卖出亏损的基金而不是盈利的基金。他们引入了认知失调作为模型来研究委托资产和非委托资产的处置效应。发现认知失调这一变量能很好地解释这个问题。原因在于委托资产与非委托资产的区别是，委托资产中基金经理负责管理，因此投资者可以把损失归罪于基金经理，因此避免承认自己的错误，以维护自己对自身投资水平的信念。认知失调理论的贡献在于，指出投资者的类似处置效应的非理性行为不仅由财务成本驱动，也是由心理成本驱动的。与损失相关的痛苦不仅是失去财富，也包括不得不面对自己先前错误愚蠢的决策的心理不适感。

学者赫默尔（Heimer, 2016）对个体投资者处置效应提出了一种新颖的解释，提出社交网络对处置效应也有影响，同伴之间的压力会促使投资者改变他们的交易决策来维持一个他们在同伴中的良好形象。他们把网络社交平台 and 零售交易领域结合起来，比较了投资者在接触新的社交环境之前和之后的活动，那些从社会关系中获益最多的交易员，处置效应的增幅最大。同时，住得很近的交易员，他们的处置效应也是相关的。同行对近期盈利的交易员比对近期亏损的交易员更有好感，而成功的投资能够与他人进行更具社会说服力的互动。投资者会考虑到他们在同伴中的自我形象和声誉，而改变他们的交易决策。此研究的贡献在于把金融学与社会关系联系起来，开拓了一种新研究的视角。

信息也是一种影响投资决策的因素，个人投资者持有亏损的资产时间过长而过早卖出盈利资产，很有可能是对于信息的反应滞后和过度反应，或者信息搜索能力与处理能力不够。许多文献表明，个人投资者与机构投资在信息的处理上存在差异，薛健和窦超（2015）研究了企业并购重组的过程，发现上市公司存在信息泄露问题，机构投资者是受益者，他们拥有更多的信息，机构投资

者能在投资时机和对象选择上做出更好的决策。并且机构投资者的信息搜集、分析能力都要强于个人投资者。信息搜集能力体现在，机构投资者是有实力和有意识进行实地调研，会更全面仔细地阅读招股说明书之类的文件，而个人投资者更多地选择易得的信息，比如通过网络媒体、交易软件（黄方亮等，2019）。而机构投资者由于更专业，在信息分析能力上也与个人投资者有显著差异。韩乾和洪永森（2014）实证分析了上海证券交易所的交易数据，研究国家产业政策对于投资者行为的影响，结果表明，因不同类型的投资者对于国家新兴战略企业政策有不同的敏感度和反应度，个人投资者往往会根据已经过时的信息（Stale News）做出反应，大量盲目跟风买入，而机构投资者趁此获得了超额收益。因此个人投资者的处置效应很有可能是因为信息搜索、信息分析能力较差导致的。

## 4 个人投资者处置效应的对策研究

个人投资者的处置效应不仅仅会影响其自身的收益，也会影响金融市场的稳定和发展。翟泓森和任达（2016）通过分析 A 股的成交量和涨跌幅数据，得出结论：收益波动会更多地影响处置效应明显的投资者，从而导致他们损失更大。在融资交易方面，被认为是更成熟、交易经验更丰富、资本水平更高的融资投资者的投资绩效也会因为处置效应受到损害（张云亭等，2019）。在市场层面，周为（2019）利用个人投资者的股票交易数据，分析了 2007 年中国股票市场泡沫和个人处置效应的互相影响关系，得出结论，个人投资者的处置效应会负面影响股票的回报率。股市泡沫加剧了投资者的处置效应，投资者的处置效应又促进了泡沫的破灭。处置效应还可以解释违反了有效市场假说的市场异象，比如盈余公告后漂移现象（Frazzini，2006）。因此研究相应的对策就十分有意义，一方面可以通过提高投资者自身素养，另一方面可以改善外部条件来降低个人投资者的处置效应。

### 4.1 提高投资者自身素养

为了降低个人投资者的处置效应，需要提高个人投资者的专业素养，不断



了解自身的思维偏差,认识自身的特质,增加金融知识,灵活运用不同的投资策略,提高对信息的处理能力。

瓦尔梅茨等人(2019)的研究表明,教育可以促进个人投资者处置效应的影响程度。相似的是,贝洛法托(2018)研究了2004年至2012年纳斯达克塔林交易所(Nasdaq OMX Tallinn)的交易记录与爱沙尼亚教育和科学部(Ministry of Education and Science)提供的个人高中成绩、考试成绩、大学学位和科目信息,经过分析发现,投资者金融知识掌握程度能够解释投资者的处置效应,金融知识掌握程度高的投资者处置效应更低,也获得了更多的收益。因此,对个人投资者进行专业素养培训,不断提高投资者对于知识、技能的掌握程度是一种很好的解决办法。不同的投资者类型的处置效应强弱不同,投资者个人应当了解自身类型,有针对性地进行应对(Rau, 2014; 伍燕然等, 2016; 肖琳等, 2018; 张云亭等, 2019)。

个人投资者应该提高自己的信息搜集和信息分析能力,例如增加信息搜集渠道,而不是仅仅聚焦于媒体信息和证券交易软件信息;增加自己对于荐股信息、分析师评级的判断力,不断提高自身的专业素养。根据李志生等人(2017)的研究,个人投资者非常容易受媒体荐股信息的影响,并且研究表明,个人投资者对于荐股信息的依赖给他们自身带来了实际的损失。同时,孔东民、刘莎莎和谭伟强(2019)也通过研究分析师评级如何影响机构和个人投资者的交易行为,发现个人投资者处于信息劣势,无法洞察环境信息、无法辨别证券分析师评级的水平,从而给个人造成了损失。个人投资者应该提高对信息的判断力,提高自身对于信息反应的及时程度、理性程度,提高决策水平,以避免非理性的投资行为。

## 4.2 改善外部条件

除了对投资者自身专业素养进行培训以外,有许多研究表明,可以设定一些外部条件、改善外部环境来降低个人投资者的处置效应。

根据菲施巴赫尔、霍夫曼和舒迪(Fischbacher, Hoffmann, and Schudy, 2017)的研究,可以通过提前设定自动出售设置来降低处置效应。他们在实验

中设计了三种处理方式，不限制处理、限制处理和提醒处理。不限制处理是指投资者只能自己主动出售资产。在限制处理中，投资者可以设定自动卖出装置，一旦价格达到某个限定的价格，自动售出设备就会销售相应的部分。提醒处理是指当价格触及预先设定的限制时，投资者会被提醒出售该资产。结果指出，事先设定自动出售装置与其他两种处理方式相比，能更好地降低处置效应。另外，理查兹等人（Richards et al., 2017）的研究有类似的结论，提前设置止损位，可以作为预防处置效应的有效工具。他们使用2006—2009年英国股票市场个人投资者的交易记录，用Cox模型，证明了使用止损的投资者的处置效应更小。

由弗莱德曼和兰赫尔（Frydman and Rangel, 2014）的研究，可以通过不显示购买价格降低处置效应。弗莱德曼和兰赫尔设计了一个实验，有两个实验条件，一种是在交易软件上突出显示购买价格，一种是完全不显示购买价格。结果表明，不显示购买价格的条件下，处置效应要比显示购买价格条件下小25%。表明了投资决策过程中是否展示信息可能改变偏好，从而影响投资者的行为。这类研究对于促进交易系统的完善有指导意义。

研究表明各种市场信息会对个人投资者产生巨大影响，如分析师媒体荐股，分析师评级等，应该加强对于有关证券信息的媒体的监管，明确大众传媒扮演的角色，逐渐转向传播正确的市场信息，增加个人投资者对于信息的获取渠道，加强对个人投资者利益的保护（孔东民等，2019；李志生等，2017）。其他方面，徐巍和陈冬华（2016）以日交易数据为基础，用文本分析技术和网页搜索研究了新兴自媒体——微博的信息披露效用，结果表明，微博的披露对个人投资者影响更大，其作为一种新的信息媒介，可以作为现有的信息披露系统的一种有益补充，来减少信息不对称问题。薛健和窦超（2015）通过分析机构投资者与个人投资者的持仓比例数据，研究结果表明并购重组过程存在严重的信息泄露现象，个人投资者与机构投资具有严重的信息不对称。邵原（2016）通过研究了A股上市公司盈余公告前后的股价和交易量、不同投资者的行为，也得出同样的结论，机构投资者处于信息优势的一方，而同时个人投资者依旧因为认知偏差做出非理性决策，机构投资者以此获利。因此需要规范企业信息披露制度，完善相关的监管法规，避免机构投资者进行内幕交易，以保护中小投资者的利益。

除此之外，中国证监会、证券交易所等相关机构可以鼓励个人投资者去公司实地调研，多组织“走进上市公司”活动，拓展个人投资者获取信息的途径。

魏谕书（2019）指出行为金融学加金融科技可以帮助投资者更好地决策。可以利用量化投资模型来代替人的主观判断，量化投资模型依赖于数理计算，不会存在很多非理性偏差，以避免人因为情绪进行的非理性投资行为。随着科技的发展，未来可以运用机器学习、自然语言处理、大数据处理等技术分析更多的市场信息，同时避免行为金融学研究过的行为偏差，理性地分配资产。投资者和机构都需要继续积极探索技术与金融的结合。

## 5 结论

本文在国内外研究成果的基础上，我们首先归纳总结处置效应的提出和度量方法，最普遍的度量方法还是奥登（Odean, 1998）提出的卖盈比率和卖亏比率，其他的研究方法有生存分析法、情景问卷研究法、实验法和功能磁共振成像技术等。通过分析国内外文献对于处置效应和投资者类型的相关文献，总结出最近几年的研究现状，最近几年的研究有很大一部分集中在研究投资者个人特征与处置效应的关系上，但是还没有一个系统的框架可以很好地总结投资者的特征。我们接着梳理文献中涉及的相关的变量、影响要素、产生的原因、背后的机制等，结合传统金融学、行为金融学及其他可能相关的学科如心理学、认知科学、社会学、神经科学等理论与实证研究结果，归纳出影响个人投资者处置效应的因素，经典解释中的前景理论、心理账户、后悔厌恶、均值回归信念都在一定程度上解释了个体投资者的处置效应，但又都不能完全解释其背后的机制。新的研究表明，投资者的个人特质、认知不协调、社会交往和信息也会影响投资者的决策，这些结果拓展了这个领域的研究范围。最后根据影响因素，结合实际情况提出相应的对策，对策可以简要分为两类，一类为提高投资者自身的专业素养，提高对金融知识的掌握，提高信息搜集和分析能力，二为改善外部条件，如设定自动出售程序、结合新的技术等，还需要继续完善整个市场的信息流通、制度建设等。未来的研究还需要提出一个更概括的理论框架来解释个人投资者的处置效应。本文有助于促进个人投资者处置效应领域的理论建

设,对于提高个人投资者的决策水平有一定的参考意义。

## 参考文献

- [ 1 ] Bellofatto A, D' Hondt C, De Winne R. Subjective financial literacy and retail investors' behavior [ J ] . Journal of Banking & finance, 2018 ( 92 ) : 168–181.
- [ 2 ] Chang T Y, Solomon D H, Westerfield M M. Looking for someone to blame: Delegation, cognitive dissonance, and the disposition effect [ J ] . The Journal of finance, 2016, 71 ( 1 ) : 267–302.
- [ 3 ] Fischbacher U, Hoffmann G, Schudy S. The causal effect of stop-loss and take-gain orders on the disposition effect [ J ] . The Review of Financial Studies, 2017, 30 ( 6 ) : 2110–2129.
- [ 4 ] Frazzini A. The disposition effect and underreaction to news [ J ] . The Journal of finance, 2006, 61 ( 4 ) : 2017–2046.
- [ 5 ] Frydman C, Camerer C. Neural evidence of regret and its implications for investor behavior [ J ] . The Review of Financial Studies, 2016, 29 ( 11 ) : 3108–3139.
- [ 6 ] Frydman C, Rangel A. Debiasing the disposition effect by reducing the saliency of information about a stock's purchase price [ J ] . Journal of economic behavior & organization, 2014 ( 107 ) : 541–552.
- [ 7 ] Heimer R Z. Peer pressure: Social interaction and the disposition effect [ J ] . The Review of Financial Studies, 2016, 29 ( 11 ) : 3177–3209.
- [ 8 ] Jiao P. Belief in mean reversion and the disposition effect: An experimental test [ J ] . Journal of Behavioral Finance, 2017, 18 ( 1 ) : 29–44.
- [ 9 ] Kahneman D, Tversky A. Prospect theory, an analysis of decision under risk [ J ] . Econometrica, 1979, 47 ( 2 ) : 264–291.
- [ 10 ] Odean T. Are investors reluctant to realize their losses [ J ] . The Journal of finance, 1998, 53 ( 5 ) : 1775–1798.

- [ 11 ] Rau H A. The disposition effect and loss aversion: Do gender differences matter [ J ] . *Economics Letters*, 2014, 123 ( 1 ) : 33–36.
- [ 12 ] Richards D W, Rutterford J, Kodwani D, et al. Stock market investors' use of stop losses and the disposition effect [ J ] . *The European Journal of Finance*, 2017, 23 ( 2 ) : 130–152.
- [ 13 ] Shefrin H, Statman M. The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence [ J ] . *The Journal of finance*, 1985, 40 ( 3 ) : 777–790.
- [ 14 ] Vaarmets T, Liivamägi K, Talpsepp T. How does learning and education help to overcome the disposition effect [ J ] . *Review of Finance*, 2019, 23 ( 4 ) : 801–830.
- [ 15 ] 韩乾, 洪永森. 国家产业政策, 资产价格与投资者行为 [ J ] . *经济研究*, 2014 ( 12 ) : 143–158.
- [ 16 ] 黄方亮, 孙莉, 陈静, 等. 投资者 IPO 信息获取与权益保护: 基于成熟投资者问卷调查的研究 [ J ] . *南开管理评论*, 2019 ( 1 ) .
- [ 17 ] 孔东民, 刘莎莎, 谭伟强. 分析师评级与投资者交易行为 [ J ] . *管理世界*, 2019 ( 1 ) : 167–178.
- [ 18 ] 兰俊美, 郝旭光, 卢苏. 机构投资者与个人投资者非理性行为差异研究 [ J ] . *经济与管理研究*, 2019, 40 ( 6 ) : 16–33.
- [ 19 ] 李建标, 牛晓飞, 曹倩. 处置效应和买回效应都是后悔导致的吗: 实验经济学的检验 [ J ] . *经济学 ( 季刊 )*, 2019 ( 4 ) : 1465–1488.
- [ 20 ] 李志生, 李好, 刘淳, 等. 天使还是魔鬼: 分析师媒体荐股的市场效应 [ J ] . *管理科学学报*, 2017, 20 ( 5 ) : 66–81.
- [ 21 ] 邵原. 信息不对称与信息风险定价: 来自 A 股上市公司盈余公告的证据 [ J ] . *山西财经大学学报*, 2016 ( 7 ) : 26–38.
- [ 22 ] 王志强, 苏刚, 张泽. 投资者特征与处置效应: 来自中国 A 股融资交易的证据 [ J ] . *财经问题研究*, 2016 ( 11 ) : 30–38.
- [ 23 ] 魏谔书. 行为金融学在金融科技中的应用前景及相关建议 [ J ] . *管理现*

- 代化, 2019, 39 (5): 1-3.
- [24] 伍燕然, 黄文婷, 苏淞, 等. 基金投资者处置效应的个体差异 [J]. 国际金融研究, 2016, 347 (3): 84-96.
- [25] 肖琳, 赵大萍, 房勇. 中国融资融券业务处置效应的实证分析 [J]. 中国管理科学, 2018, 26 (9): 41-51.
- [26] 徐巍, 陈冬华. 自媒体披露的信息作用: 来自新浪微博的实证证据 [J]. 金融研究, 2016 (3): 157-173.
- [27] 薛健, 窦超. 并购重组过程中的信息泄露与财富转移 [J]. 金融研究, 2015 (6): 189-206.
- [28] 薛旒. 个人投资者的处置效应研究 [D]. 南京: 南京大学, 2018.
- [29] 翟泓森, 任达. 关于上证 A 股指数处置效应的实证分析 [J]. 重庆理工大学学报 (自然科学), 2016 (7).
- [30] 张云亭, 张伟强, 廖理. 融资投资者更不愿意实现他们的亏损吗: 来自中国股票市场“两融”交易数据的实证研究 [J]. 中国经济问题, 2019 (4): 94.
- [31] 周为. 股市泡沫与个人投资者处置效应: 基于 2007 年中国股票市场泡沫的实证分析 [J]. 投资研究, 2019, 38 (6): 105-128.

## A Review of Research on the Disposition Effect in Investors

Li Wanjun   Hu Jianping

*Guangdong University of Finance, Guangzhou*

**Abstract:** In recent years, behavioral finance has been gradually developing, which challenges the hypothesis of rational man in traditional finance. Many scholars have proved that investors make various irrational decisions through empirical tests. One of the most typical behaviors is the disposition effect: an irrational tendency of investors to sell winning assets too early, but hold losses for too long. Firstly, this paper reviews the different measurement of the disposition effect. Secondly, it reviews the traditional theories of explanation, such as prospect theory, mental accounting, regret aversion, belief in mean reversion, and other relevant theoretical models. The disposition effect of individual investors can be explained by their personal traits, cognitive dissonance, social interaction and information. Finally, it puts forward the corresponding countermeasures. On the one hand, it is necessary to improve the personal professional quality of investors. On the other hand, the external conditions can be improved. Both are conducive to reduce the disposition effect of individual investors, promoting the stability and development of the financial market.

**Key words:** Behavioral finance; Disposition effect; Influencing factors