

# 金融消费者保护对家庭股票 投资参与的影响研究

■ 江 婕 高 尚 王正位

**内容提要：**股票投资有限参与之谜是家庭资产选择的核心问题之一。基于清华大学中国金融研究中心2012年中国城市居民家庭消费金融调研数据，本文考察了金融消费者保护对家庭股票投资参与的影响。研究发现，我国金融消费者保护水平整体较低；金融消费者保护程度的提高会显著促进家庭股票投资参与；具有低信任度和低不确定性厌恶特征的人群，受到金融消费者保护对股票投资参与的促进影响更大。本文丰富了股票投资有限参与的影响因素研究，为改善我国金融消费者权益保护状况提供了参考。

**关键词：**金融消费者保护 股票投资参与 不确定性厌恶  
**中图分类号：**F830.9 **文献标识码：**A **文章编号：**1006-1770(2020)05-055-05

## 引言

股市“有限参与”之谜指的是家庭对金融市场，尤其是股票市场的参与非常有限，股票投资的现实数据远低于理论上的最优风险资产持有份额。Guiso和Sodini(2013)<sup>[4]</sup>发现这一现象在美国、英国、意大利、日本等多个国家普遍存在，但在我国更为明显和典型。根据西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心的报告，2011年至2015年，我国家庭户均净资产从61.8万元增长至87.5万元，年均复合增长率8.8%。但主要以房产为主，占比超过六成，金融资产占比较低，2013年和2015年分别是12.9%和12.4%。而2015年美国家庭金融资产占比达到68.8%。而且，在中国家庭金融资产中，存款类占比约51%，股票类占比仅11.4%。2015年，中国有68.4%的家庭没有投资股票。

对股市“有限参与”现象，既有研究已经从参与成本、人力资本、住房资产、企业资产、人口统计学特征和心理特征等多个视角进行了分析并取得了丰硕成果。然而，尚没有见到从金融消费者保护视角对这一问题开展的研究。近年来，我国金融消费者的选择范围越来越宽泛，包括银行理财、证券、保险、基金以及各类衍生资产等多种金融产品，也包括互联网金融等多种服务形式。但金融消费者并没有受到很好的保护，权益遭到严重损害的情况屡有发生，比如泛亚、e租宝以及多家P2P平台暴雷等事件，在社会上产生了较为严重的负

面影响，损害了投资者对金融产品和服务的信心。金融消费者保护是否会影响到其股市参与的选择？基于这一考虑，利用清华大学中国金融研究中心2012年中国城市居民家庭消费金融调研数据，本文对二者的关系进行了实证检验。研究发现：金融消费者保护有助于促进股市参与，这一效应在低信任度和低不确定性厌恶人群中尤为显著。

本文的贡献主要体现在：从金融消费者保护视角对股市“有限参与”之谜进行了研究，丰富和拓展了该领域的研究框架；基于信任度和不确定性厌恶态度，对金融消费者保护和股市参与的影响机制进行了分析，研究发现为金融教育普及关注重点和相关监管政策的制定提供了一定的参考。

## 一、文献回顾与理论假设

股市有限参与现象对经典金融理论提出了严峻挑战，对股市参与的影响因素研究也成为近二十年来学术界研究的热点。既有研究提出的影响因素主要包括：（一）参与成本。参与成本既包括交易成本，也包括资金成本、信息成本和时间成本等。Vissing-Jorgensen(2002)<sup>[5]</sup>，Alan(2006)<sup>[6]</sup>等研究发现参与成本的存在阻碍了家庭参与股票投资。（二）人力资本。何兴强等(2009)<sup>[1]</sup>发现劳动收入风险会降低家庭参与股票投资的比例；（三）住房资产。吴卫星和齐天翔(2007)<sup>[2]</sup>等发现房产投资既有可能存在财富效应增加股票投资，也有可能存在挤

出效应减少股票投资。(四)企业资产。Shum 和 Faig (2006)<sup>[7]</sup>私人企业投资风险与股票投资风险正相关,降低了私人企业主的股票投资比例。(五)人口统计特征,Campbell (2006)<sup>[8]</sup>概括了年龄、性别、职业、婚姻状况、家庭规模、受教育状况、健康状况等特征。(六)心理特征,比如信任度、风险厌恶态度等。但目前还鲜少看到从金融消费者保护视角进行股市有限参与的相关研究。

金融消费者保护这一概念早在 20 世纪 60 年代就已提出,现在已逐步演化成为与审慎性监管并行的金融体系监管目标之一。金融消费者需要进行保护的主要原因是金融消费者更容易处于弱势地位,这可能有三点原因:首先,信息不对称。相比于金融产品和服务的提供方,金融消费者对金融产品的属性、风险、销售方质量等信息的掌握更少,同时由于金融产品的复杂性,使得金融消费者在进行比较时更加困难。其次,金融知识的缺乏。与提供金融产品和服务的金融机构相比,金融消费者在专业知识上明显缺乏,甚至最基本的金融知识也掌握不足。第三,相比于其他行业,准入条件苛刻、规模经济的自身特点使得金融行业更容易产生垄断。金融机构出于垄断地位,可以影响市场中金融产品的价格、服务对象、支配市场资源,使部分消费者不能参与金融市场或者付出更昂贵的交易成本。可见,由于信息不对称、知识缺乏和金融行业的垄断特性,金融消费者始终处于一种弱势地位。如果金融消费者权益能够得到有效保护,缓解金融消费者由于信息不对称和金融知识缺乏等导致的担忧,将提高其参与风险资产投资的信心。基于上述分析,本文提出如下假设:

假设 H1:金融消费者保护有助于提高家庭股票投资参与。

目前我国对金融消费者的保护较为分散,一方面由工商行政监管部门根据《消费者权益保护法》不区分行业对消费者权益进行统一维护,另一方面由金融监察部门(如银保监会、证监会)对管辖权范围内的金融消费者权益进行维护。谢平等(2014)<sup>[3]</sup>指出这一模式导致可能出现金融消费者保护的真空地带,尤其是在互联网金融蓬勃发展的新形势下。金融消费者保护对其股市参与的影响将更多受到个体心理特征的影响,比如信任度和不确定性厌恶程度。金融消费者保护程度的提高,有助于缓解低信任度和不确定性厌恶程度较低人群的担心,从而更明显的提高其股票投资参与率。基于上述分析,本文提出如下假设:

假设 H2:相比于高信任度人群,金融消费者保护更有助于提升低信任度人群的股票投资参与。

假设 H3:相比于不确定性厌恶程度较高的人群,金融消费者保护更有助提升不确定性厌恶程度较低人群的股票投资参与。

## 二、数据来源与研究设计

### (一) 样本选择与数据来源

本文的样本来自清华大学中国金融研究中心于 2012 年组织的中国城市居民家庭消费金融调研问卷结果。该次调研涉及地区范围包括全国 7 大区域的 24 个主要城市(不包括港澳台地区),共收取调查问卷 3124 份。为保证数据的真实有效性,本文对问卷进行了筛选,剔除了答案不符合要求以及答案缺失的样本,最终得到 3122 个有效样本。

### (二) 变量测度

#### 1. 金融消费者保护

由于金融消费者保护涉及的方面较多,本文主要通过调查问卷中相关的 5 道题目来综合度量,详见表 1。对于金融消费者是否处于弱势地位(STATUS)、是否知晓求助途径(ASSIST)、对金融产品或服务是否有信心(CONFID)以及是否需要权益保护方面知识(KNOW)这四个变量,回答的分值越高代表金融消费者保护程度越高;对于使用金融产品的经历(EXP),回答的分值越低代表金融消费者保护程度越高。

表1 金融消费者保护指标

维度	问题	选项	赋值
地位 (STATUS)	面对众多机构提供的金融产品,是否处于一种弱势地位?	(a) 是	0 分
		(b) 否	1 分
经历 (EXP)	在使用金融产品时遇到过哪些情形?	(a) 金融诈骗	没有遇到记 0 分,每遇到 1 种情形记 1 分,加总取值,0-4 分
		(b) 滥用金融产品	
		(c) 被误导使用有些金融产品	
		(d) 个人信息被非法分享或处理	
		(e) 没有遇到过以上情景	
求助 (ASSIST)	权益受到损害时,是否知晓求助途径?	(a) 完全不清楚	1 分
		(b) 不太清楚	2 分
		(c) 知道一些	3 分
		(d) 比较清楚	4 分
		(e) 完全清楚	5 分
信心 (CONFID)	对金融服务商推出的产品或服务是否具有信心?	(a) 是	1 分
		(b) 否	0 分
知识 (KNOW)	是否需要权益保护方面知识?	(a) 是	0 分
		(b) 否	1 分

考虑到金融消费者保护的度量变量较多、维度复杂,不易进行回归分析,而且各变量之间可能也有相关性,本文进行了因子分析,通过提取因子来度量被调查者的金融消费者保护程度。从表 2 可以看出,这五个变量可用两个因子来替代,其中第一个因子的贡献率为 68.5%,第二个因子的贡献率为 31.5%,表明第一个因子对五个变量的解释能力较高。

因子载荷矩阵如表 3 所示，可以看出，地位 (STATUS)、求助 (ASSIST)、信心 (CONFID) 和知识 (KNOW) 在第一个因子上的载荷为正，而经历 (EXP) 在第一个因子上的载荷为负，这与前文的各变量赋值和金融消费者保护程度之间的关系一致。而第二个因子上的载荷并不符合变量数值大小与金融消费者保护程度之间的关系，因此本文选取第一个因子来反映金融消费者保护程度。

表2 因子分析

因子	方差	累计方差	差异	占比	累计占比
F1	1.102160	1.102160	0.594365	0.684591	0.684591
F2	0.507794	1.609954	--	0.315409	1.000000
总计	1.609954	2.712113		1.000000	

表3 因子载荷矩阵

	F1	F2
EXP	-0.06	0.05
KNOW	0.07	0.07
STATUS	0.23	-0.35
CONFID	0.19	0.61
ASSIST	0.99	0.01

## 2. 其他变量

不确定性厌恶：调查问卷中有一道问题“未来的不确定性让我感到焦虑不安”，被调查者可以选择“很不符合”、“不太符合”、“一般”、“有点符合”、“非常符合”、“不知道”。由于不能明确判断被调查者的不确定性厌恶程度，选择“不知道”选项的样本被剔除。其余选项按 1-5 赋值，数值越大，表明不确定性厌恶程度越高。

借鉴已有对于股市有限参与的研究，本文还选取了若干控制变量。表 4 概括了本文采用的主要变量及定义。

表4 变量符号及含义

变量类型	变量符号	变量含义	计算方法
因变量	Participation	股票投资参与	家庭有股票投资记为 1，否则记为 0
自变量	Protect	金融消费者保护	五个变量的因子分析，第一因子取值
调节变量	Confid	信心	有信心记为 1，否则记为 0
	Uncertainty	不确定性厌恶	从低到高，依次记为 1-5
	Age	年龄	被调查者年龄须大于或等于 25 岁
	Gender	性别	女性记为 1，男性记为 0
	Edu	学历	初中及以下记为 1；高中/中专/技校记为 2；大学本科/大专记为 3；硕士以上记为 4
控制变量	Marriage	婚姻状况	引入虚拟变量，示性三种婚姻状况（已婚、未婚、离异或其他）
	Health	健康	从好到差，依次记为 1-4
	Risk	风险偏好	引入虚拟变量，示性五种风险偏好
	Pop	家庭总人口	每个家庭实际人口数量
	Children	是否有小孩	没有小孩记为 0，有 1 个小孩记为 1，以此类推
	Income	家庭月收入	按问卷中分组标记 (1-18)
	Liability	负债	将调查问卷中相应的负债项加总
	Realestate	房产	拥有自己的房产记为 1，否则记为 0
NFA	非金融资产	根据调查问卷，将大件耐用品消费、汽车、商业资产等加总	

## (三) 模型设计

为验证金融消费者保护与家庭股票投资参与之间的关系，

本文建立如下回归模型：

$$Participation_i = \alpha_i + \beta_1 Protect_i + \beta_2 Age_i + \beta_3 Gender_i + \beta_4 Edu_i + \beta_5 Marriage_i + \beta_6 Health_i + \beta_7 Risk_i + \beta_8 Pop_i + \beta_9 Children_i + \beta_{10} Liability_i + \beta_{11} Realestate_i + \beta_{12} NFA_i + \epsilon_i$$

其中，Participation 代表被调查者的股票投资参与情况，有股票投资取 1，否则取 0。由于因变量为二元离散取值，本文采用二元 Probit 模型和极大似然估计方法进行分析。

## 三、实证结果与分析

### (一) 简单分组统计和描述性统计

样本的描述性统计结果如表 5 所示。可以看出，被调查者平均年龄为 34 岁，家庭成员平均为 3 人，男性占比 71%，女性占比 29%，已婚家庭占比 84%，平均学历为高中到大学之间，拥有自己房产的家庭占比 91%。样本的股市参与率为 40.61%，这与既有调查结果较为接近。比如，西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心的报告显示，2015 年中国有 31.6% 的家庭投资股票。

表5 主要变量描述性统计

变量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
Participate	0.4061	0.000	0.491	0	1
Protect	0.000	0.573	1.000	-1.675	2.733
Confid	0.398	0.000	0.490	0	1
Uncertainty	3.5535	4.000	1.011	1	6
Age	34.2425	33.000	7.631	25	78
Gender	0.2896	1.000	0.454	0	1
Edu	2.9789	3.000	0.534	1	4
Marriage1	0.8395	1.000	0.367	0	1
Marriage2	0.1477	0.000	0.355	0	1
Marriage3	0.0128	0.000	0.112	0	1
Health	1.3270	1.000	0.513	1	4
Risk1	0.0711	0.000	0.257	0	1
Risk2	0.1986	0.000	0.399	0	1
Risk3	0.4010	0.000	0.490	0	1
Risk4	0.2197	0.000	0.414	0	1
Risk5	0.1095	0.000	0.312	0	1
Pop	3.104	3.000	1.306	1	15
Children	0.495	0.000	0.610	0	5
Income	11.172	11.000	2.213	4	16
Liability	20.738	10.000	26.860	0	223
Realestate	0.9052	1.000	0.293	0	1
NFA	31.5807	16.000	54.348	1.000	832.000

表 6 概括了各维度的金融消费者保护调查结果，以及根据单变量分组的股市参与率统计。可以看出：首先，我国的金融消费者保护程度总体欠佳，92% 的被调查者认为自己处

于弱势地位，83%的被调查者有过一种以上的金融欺诈经历，仅有4%的被调查者完全清楚求助途径，60%的被调查者对于金融机构产品或服务表示不信任，65%的被调查者需要权益保护方面的知识。其次，从单变量维度看，基本符合消费者保护程度越高，股市参与率越高的特征。当金融消费者不认为自己处于弱势地位、明确了解求助途径、对金融机构或产品具有信心，以及不需要权益保护知识时，股市参与率有大幅提升。当然，股市参与还受多种其他因素影响，下面进一步开展多元回归分析。

表6 简单分组统计

变量	子样本	样本数	样本占比	股市参与
STATUS (是否处于弱势地位)	是	2868	91.86%	39.16%
	否	254	8.14%	57.31%
EXP (使用金融产品时遇到过哪些情形)	没遇到过	535	17.14%	40.56%
	遇到一种	1289	41.29%	40.11%
	遇到两种	966	30.94%	40.99%
	遇到三种	291	9.32%	43.3%
	遇到四种	41	1.31%	29.27%
ASSIST (权益受到损害时,是否知晓求助途径)	完全不清楚	307	9.83%	30.62%
	不太清楚	1357	43.47%	36.92%
	知道一些	1103	35.33%	42.61%
	比较清楚	238	7.62%	60.08%
CONFID (对金融服务商推出的产品或服务是否具有信心)	是	1243	39.81%	54.22%
	否	1879	60.19%	31.61%
KNOW (是否需要权益保护方面知识)	是	2043	65.44%	21.39%
	否	1079	34.56%	77.02%

## (二) 回归结果与分析

表7汇报了全样本的Probit回归结果。可以看出，在单变量回归方程中，金融消费者保护对于股票投资参与有非常显著的正向影响，边际效应为6.38%，意味着金融消费者保护程度因子每增加1单位，家庭股票投资参与度平均提高6.38%。在加入其他控制变量后，金融消费者保护对家庭股票投资参与仍然有非常显著的正向影响，边际效应为2.55%。这一结果支持了前文的假设1。金融消费者保护程度因子的极差(最大值与最小值之差)为4.408，在其他条件相同的情况下，金融消费者保护程度对家庭股票投资参与度的最大影响(边际效应\*因子极差)为11.24%。

此外，从控制变量看，学历越高、家庭人口越多、有孩子、收入越高、拥有自己的房产、非金融资产越多的家庭，股票投资参与率越高。从风险偏好看，风险偏好越高的家庭，其

股票投资参与度也越高。

表7 全样本Probit回归结果

变量	系数	边际效应	系数	边际效应
Protect	0.1668*** (7.3071)	0.0638*** (7.5100)	0.0787*** (3.1409)	0.0255*** (3.1600)
Controls (控制变量)	NO		YES	
Constant	-0.2403*** (-10.5472)		-1.9560*** (-5.3073)	
样本量	3122			
McFadden R <sup>2</sup>	0.0128		0.1549	

注：\*，\*\*，\*\*\*分别表示P<0.1，P<0.05，P<0.01，括号内为z统计量。

表8展示了根据被调查者对“使用金融服务商推出的各种金融产品或服务是否具有信心？”这一问题回答的分组回归结果。可以发现，金融消费者保护因子在高信任组不显著，而在低信任组显著，表明金融消费者保护的提高能够显著促进低信任组的家庭参与股票投资。在低信任度组，金融消费者保护因子对家庭股票投资参与的平均边际影响程度为2.63%，而在高信任组，这一平均边际影响仅为1.73%。低信任组的McFadden R<sup>2</sup>为15.74%，高于高信任组，表明金融消费者保护程度及其他控制变量对低信任组的股票投资参与的解释能力更强。可见，对于缺乏信心的投资者，提高金融消费者保护程度有助于显著提高他们的股票投资参与，从而提高总体股市参与率。

表8 信任度分组回归结果

变量	低信任度		高信任度	
	系数	边际效应	系数	边际效应
Protect	0.0886* (1.7688)	0.0263* (1.7700)	0.0524 (1.3313)	0.0176 (1.3300)
Controls (控制变量)	YES		YES	
Constant	-1.6996*** (-3.6798)		-2.4115*** (-3.6169)	
样本量	1878		1244	
McFadden R <sup>2</sup>	0.1574		0.1426	

注：\*，\*\*，\*\*\*分别表示P<0.1，P<0.05，P<0.01，括号内为z统计量。

根据被调查者对问题“未来的不确定性让我感到焦虑不安？”的回答，对样本分为三组。其中，回答为“很不符合”和“不太符合”的被划分到不确定性厌恶低组，回答为“有点符合”和“非常符合”的被划分到不确定性厌恶高组。表9展示了根据不确定性厌恶分组的回归结果。可以发现，金融消费者保护因子在低组的影响更为显著，边际效应为4.76%，达到高组边际效应的2倍以上。不确定性厌恶低组的McFadden R<sup>2</sup>为18.39%，也高于不确定性厌恶高组。可见，

不确定性厌恶较低的投资者对金融消费者保护程度更为敏感，提高金融消费者保护程度会明显提高他们的股票投资参与。

表9 不确定性厌恶分组回归结果

变量	低组		高组	
	系数	边际效应	系数	边际效应
Protect	0.1491** (2.3828)	0.0476** (2.4300)	0.0628* (1.7439)	0.0206* (1.7500)
Controls (控制变量)	YES		YES	
Constant	-3.1734** (-2.4559)		-1.9211*** (-3.9146)	
样本量	435		1617	
McFadden R <sup>2</sup>	0.1839		0.1515	

注：\*，\*\*，\*\*\* 分别表示  $P < 0.1$ ， $P < 0.05$ ， $P < 0.01$ ，括号内为 z 统计量。

#### 四、结论与建议

本文从金融消费者保护视角，对家庭的股票投资有限参与问题进行了理论分析和实证检验，研究发现：金融消费者保护程度的提高有助于显著提升股市参与，平均边际效应为 2.55%，最大影响为 11.24%；金融消费者保护程度的提高，对于缺乏信心以及不确定性厌恶较低的家庭影响更大，能够更显著地提高这类群体的股市参与。

本文研究的政策启示如下：首先，从制度建设角度来看，加强我国金融消费者保护具有一定的紧迫性。我们的研究结果显示我国金融消费者保护是影响家庭投资参与的重要因素，根据西南财经大学发布的《2018 中国城市家庭财富健康报告》，中国家庭在风险类金融资产上配置极少，而且投资品缺乏多样性。引导家庭合理利用金融产品，规避风险实现福利提升，加强我国金融消费者保护是一个重要的着力点。

其次，从金融机构的视角来看，金融产品的推广过程中应重视金融消费者保护感知差异。实证结果显示，居民家庭所感知的金融消费者保护程度越强，该类人群的投资参与程度越高，因此金融机构应该根据家庭感知的金融消费者保护程度合理安排相关金融产品，同时产品推广过程中也应当注重消费者权益的保护工作；对于感知保护程度较弱的家庭，应当适时加强消费者的金融知识普及教育，缓解金融消费者在信息和知识方面的弱势地位。正如 Lusardi 等 (2007) 所说，“金融从未像今天这样全面而深刻地改变着人们的生活，诚如在工业社会里不识字就无法生存一样，在今天的社会，不懂金融知识就会被淘汰。”从本文研究来看，特别是对于不确定性厌恶较低的人群，他们对金融消费者保护更加敏感，良好

的金融知识教育能够更有效地引导其参与金融市场。

#### 参考文献：

- [1] 何兴强，史卫，周开国. 背景风险与居民风险金融资产投资[J]. 经济研究，2009(12)：120—131.
- [2] 吴卫星，齐天翔. 流动性、生命周期和投资组合相异性[J]. 经济研究，2007(2)：97—110.
- [3] 谢平，邹传伟，刘海二. 互联网金融监管的必要性与核心原则[J]. 国际金融研究，2014(8)：3—9.
- [4] Guiso L, Sodini P. Household Finance: An Emerging Field [M]. Handbook of the Economics of Finance, 2013, 2:1397—1532.
- [5] Vissing—Jorgensen, A. Limited Asset Market Participation and the Elasticity of Intertemporal Substitution [J]. Journal of Political Economy, 2002, 110(3): 825—853.
- [6] Alan, S. Entry Costs and Stock Market Participation over the Life Cycle [J]. Review of Economic Dynamics, 2006, 9(4): 588—611.
- [7] Shum, P., M. Faig. What Explains Household Stock Holdings? [J]. Journal of Banking and Finance, 2006, 30(9) : 2579—2597.
- [8] Campbell, J. Household Finance [J]. Journal of Finance, 2006, 61(4): 1553—1604.

#### 作者简介：

江捷 北京师范大学经济与工商管理学院博士研究生  
高尚 清华大学五道口金融学院硕士研究生  
王正位 清华大学五道口金融学院助理教授

