

社会信任与城镇家庭风险金融资产投资

——基于 CFPS 数据的实证研究

臧日宏,王宇

(中国农业大学 经济管理学院,北京 100083)

[摘要] 社会文化因素对于家庭金融决策的影响逐渐引起学术界的关注,而社会信任是其中的重要元素。采用中国家庭追踪调查数据(CFPS)针对城镇家庭进行实证研究,结果表明:社会信任水平上升会显著提高城镇家庭进行风险金融资产投资的可能性和家庭金融风险资产的占比;不同类别的社会信任对城镇家庭风险金融投资决策的影响不同,其中“政府信任”和“普遍信任”对于风险金融资产投资有促进作用,而“亲邻信任”则会有抑制投资的效果;未接受过金融教育的城镇家庭,其社会信任水平的提升对于风险金融资产投资决策的影响更加显著。

[关键词] 社会信任;城镇家庭;风险金融资产投资;亲邻信任;金融市场;家庭资产配置;资产配置;家庭金融;金融教育

[中图分类号] F832.5 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 2096-3114(2017)04-0055-11

一、引言

如今,在我国养老保障体系逐渐完善、信贷市场逐步放开、金融服务不断推广和深化的大环境下,家庭参与金融市场的门槛逐渐降低,在金融市场中发挥的作用有所加强,逐渐成为金融市场中一个重要的参与主体。从市场规模来看,Tufano指出,在发达国家中居民对于金融服务和金融产品的消费在整个金融行业中占有相当大的比例^[1]。中国的家庭金融资产持有情况,据中国家庭追踪调查数据(CFPS)显示,2012年中国城镇家庭平均净资产是44.04万元,其中金融资产为4.63万元,占比为10.52%,成为仅次于房产的第二类家庭资产;持有风险金融资产的家庭仅占11.63%,而在这些家庭中,其风险金融资产占家庭金融资产的比重却达到43.29%。从这组数据可以看出,金融资产逐渐成为中国城镇家庭资产配置的主要对象,而目前城镇家庭对于风险金融资产持有比例仍然较低,但发展潜力和空间较大,因此探索影响城镇家庭金融资产配置及进行风险金融资产投资的因素便成为中国家庭金融研究领域的重点。

传统的金融经济学研究主要集中在资产定价和公司金融两个领域,其中家庭金融归属于资产定价范畴。一方面,家庭作为一个经济主体在作出资产选择决策时存在其自身的特殊性和复杂性;另一方面,家庭与其他经济主体不同的突出特征是人力资本,人力资本是大多数家庭终生收入的主要来源,但不可交易,且具有大量异质性和不可测的风险。这两个方面的特点是我们将家庭单独作为金融参与主体进行分析研究的出发点。

[收稿日期] 2017-04-11

[基金项目] 中央高校基本科研业务费专项基金(2016RW001)

[作者简介] 臧日宏(1963—),男,山东诸城人,中国农业大学经济管理学院教授,博士生导师,主要研究方向为金融理论与政策;王宇(1992—),女,黑龙江绥化人,中国农业大学经济管理学院博士生,主要研究方向为家庭金融、行为金融。

学术界在家庭资产配置研究方面已作出大量努力,学者们通过寻找各种内外生变量改进模型,试图更准确地刻画家庭金融资产选择行为。从早期的仅考虑风险程度变量刻画单期行为的均值-方差模型^[2],到现在的通过引入人力资本、风险偏好、不完全市场、房产等更多的内生变量建立的跨期资产选择模型^[3-6],都是建立在投资者完全理性基础之上的。后来也有学者基于有限理性框架考虑了投资者情绪、认知偏差、个人信念、社会信任与社会互动等因素,结合行为资产组合理论去深入分析家庭风险金融资产选择行为,但总体来看,国内在社会文化因素方面对于家庭风险金融资产投资研究还不够深入。就社会信任而言,其是一个综合性的概念,无论是从社会学、心理学还是从经济学角度看,社会信任都存在“普遍信任”和“特殊信任”之分,而已有研究并没有对此进行区分。除此之外,探讨哪些因素会对投资者有限理性决策行为与家庭风险金融资产配置之间的敏感性产生影响,这对于如何引导家庭参与到风险金融市场中也具有十分重要的意义。因此,本文将采用北京大学中国家庭追踪调查数据(CFPS)实证研究社会信任水平对城镇家庭风险金融资产投资的影响:一是利用中国城镇家庭微观数据实证检验社会信任水平对家庭是否选择风险金融资产投资以及持有比例的影响,为已有相关研究提供补充;二是对社会信任进行划分,研究不同类别的信任对于家庭风险金融资产投资的影响;三是深入讨论城镇家庭金融教育的获得情况是否会影响到社会信任和其风险金融资产投资之间关系的敏感性。

二、文献综述

已有的研究中,直接针对社会信任与家庭的风险金融资产投资行为之间关系的分析不多,多数研究是从社会资本角度入手,在理论和实证分析层面验证两者之间的关系,而且研究视角上受制于微观数据的可得性,多以宏观层面的研究为主。

国内外很多学者已经从宏观角度证实了社会资本对金融发展的正向促进作用。如 Garretsen 等研究了社会规范对金融发展和经济增长的影响,结果表明社会规范会对股票市场产生重要影响,但对银行信贷供给的影响不明显^[7]。张俊生和曾亚敏通过对我国省级层面的数据进行研究发现,金融交易的实现不仅取决于法律法规、规章制度的执行力,同样受制于交易双方之间的彼此信任程度。实证结果同样表明,社会信任水平高的省份,居民家庭的金融资产持有比例高^[8]。卢燕平运用理论分析和实证检验相结合的方法,采用各省的自愿献血率作为衡量社会资本的指标,证实了社会资本对居民参与股市及贷款规模的促进作用^[9]。杨小玲和徐淑芳的研究中对社会资本影响金融发展的理论机制进行了阐述,她们均认为社会信任是其中一个重要的影响金融发展的社会资本维度^[10-11]。

在微观层面,国外的研究中,Guiso 等借助实证分析的方法,采用意大利的微观数据,探讨了社会资本与金融市场参与行为之间的关系,指出金融契约的签订和金融交易形成的过程中存在大量的交易成本,造成交易双方面临较大的风险,而社会资本可以通过提高社会信任水平来降低交易成本,促使金融契约的签订和实现,提高交易效率。研究结果也证实了社会资本水平与居民金融市场参与之间存在显著的正相关关系,即在社会资本水平较高的地区,居民参与金融市场的可能性较高,且居民的正规信贷可得性较高^[12]。在此基础上,Guiso 等运用美国的微观数据检验了社会信任与“有限参与之谜”之间的关系,研究发现个体的社会信任可以在很大程度上解释其有限参与股市的现象。研究结论表明,由于社会信任水平低使得个体参与金融市场的成本提升,因此社会信任水平低的个体参与股市的可能性小,在控制风险厌恶和模糊厌恶的条件下,社会信任水平每提高 1%,可以使得个体参与股票市场的可能性提高 50%,持有规模增加 3.4%^[13]。Georgarakos 和 Pasini 利用欧盟的微观调查数据得出了类似的结论^[14]。

国内的研究中,李涛运用 2004 年广东省微观调查数据分析了社会资本与金融市场参与决策行为之间的关系,将社会资本划分为社会信任和社会互动两个方面。其研究结果表明,社会信任推动了居

民积极参与股市,其中社会信任通过增加居民对股市投资预期收益的实现概率和实现数额来影响居民的股市参与行为。居民的社会信任水平越高,他们对上市企业的经营管理行为和证券公司的监督行为会越有信心,因此对于未来预期收益的稳定性和实现可能性的信任程度都会提升,这会促使其参与到风险金融资产投资中^[15]。董俊华等在控制户主的年龄、性别、教育程度及收入等变量后分析了不同主体的社会信任水平与家庭金融市场参与率及参与程度之间的关系,结果表明家庭对上市企业的信任水平越高,其股市参与率越高^[16]。吴卫星等的研究也指出投资者的社会信任程度会显著地影响其参与金融市场的积极性^[17-18]。

总之,从研究内容上来看,已有文献对社会信任的分析不够深入,尤其是国内的研究很少对社会信任进行划分来分析不同类别社会信任的作用是否存在差异的,同时较少学者去深入分析社会信任与个体的风险金融投资行为之间的关系是否会受到个体或家庭特征的影响而存在异质性;从实证分析方法来看,已有研究主要运用离散选择模型、多元线性回归模型等,这可能会存在内生性问题,由于个体的社会信任水平并不是一个完全的外生变量,与金融投资行为之间可能存在相互作用关系,因此如何提高模型可信程度的问题也有待解决。据此,本文拟对社会信任进行细分,并考虑家庭异质性特征对社会信任作用的影响,同时在模型构建和方法处理上运用工具变量法来处理模型可能存在的内生性问题,以使模型估计结果更加稳健,进而弥补已有研究的不足。

三、理论分析与研究假说

(一) 社会信任影响家庭风险金融资产投资行为的机制

社会信任的概念起源于心理学,随着研究的拓展,逐渐演变成一个多学科交叉的概念,其被视为人类的一种基本情感体现,是对他人或社会信誉的主观信赖。大量研究表明,情感对于个体的认知和决策行为有重要作用。张维迎等指出,社会信任被普遍认为是除物质和人力资本之外决定一个国家经济增长和社会进步的主要社会资本^[19]。在长期的重复博弈中,社会信任决定了交易一方对另一方稳定的心理预期能够在一定程度上起到降低交易成本、执行成本以及由信息不对称带来的监督成本和信息风险的作用,保证契约的顺利签订与履行,促进社会经济活动的交易双方就契约中未能明确的事项达成共识。

为更好地从理论上解释社会信任在城镇家庭风险金融资产投资过程中的作用,本文结合行为经济学中对个体的行为决策过程的阐述、交易成本理论以及行为金融学中的相关理论,从个体的风险金融资产投资决策过程角度进行深入分析。在金融市场中,根据时间和内容的不同,投资者的决策过程是一种动态的复合决策过程,主要包括五个阶段:一是需求识别阶段;二是搜寻信息阶段;三是投资选择的评估阶段;四是投资合约签订阶段;五是投资后的反馈评价阶段。

首先,社会信任降低了投资者的信息搜寻成本,降低了投资者与企业、机构及政府部门之间的信息不对称程度,促进了个体间的信息交流及互动,扩大了投资者获得风险金融资产投资信息的渠道。同时,基于行为金融学中提出的“群体效应”理论,社会信任水平高的个体会选择相信周边成员的决策行为,产生大量的同质性行为。此外,社会信任会使得个体更愿意去分享对他人有价值的信息,更愿意接受对方的信息。

其次,金融契约的实现是以一个公开透明的投资环境为基础的,这样有利于提高投资者对实现未来收益的信心程度^[20],而社会信任可以增加投资者对金融产品预期收益实现的期望,在一定程度上缓解由于金融市场制度不完善而带来的风险问题。Guiso 等指出,金融契约风险的存在决定了金融交易中需要大量的社会信任作为保障^[13]。由于保证交易的顺利完成不仅要依赖于金融合约的法律执行力,更重要的是取决于投资方的信任程度,因此,个体的社会信任水平越高,其对上市公司的经营管理能力会越有信心,对证券监管机构可以最大限度保障投资者的权益会越有信心,对政府可以公平公

正地发挥监督管理职能越有信心,对媒体可以充分披露信息越有信心,从而使得家庭越相信所处的投资环境是一个信息公开透明、市场机制健全的环境,这将降低投资者对于投资风险的感知程度,据此家庭将会选择参与到金融市场中。

(二) 不同类别的社会信任对家庭风险金融资产投资行为的影响

崔巍指出,社会信任的概念主要指个体对于包括陌生人在内的一般社会大众的整体信任水平,其中涉及多种信任,包括对于特殊的个体、区域或组织机构的信任程度^[21]。但已有研究中很少对社会信任进行具体划分,本文拟将社会信任划分为三类:一是“普遍信任”,指对于陌生人以及社会机构的信任。投资者及家庭越相信社会机构,例如上市公司、财经机构、金融机构,就越会相信市场信息的准确性和透明度,即相信投资环境是稳定的。二是“政府信任”,指对于地方政府官员及国家机关事业单位的信任。投资者及家庭若对于政府的公共监管有信心,相信政府会保障市场行为的合法性、规范性,就会更多地持有股票等风险金融资产,以提高家庭的整体收益。三是“亲邻信任”,指对亲戚朋友以及邻居等熟知的人的信任。家庭对于熟人的信任水平越高,则越倾向于进行“圈内”交易,即交易对手方均来自于熟人圈子,而对“圈外”非熟知的交易持有谨慎回避的态度,风险规避意识较强,因此提高了与陌生人之间的交易成本,同时“亲邻信任”会引起家庭间决策行为的相互影响,盲目地从众决策行为也可能会减少对风险金融资产的投资。

(三) 金融教育对社会信任与家庭风险金融资产投资行为之间关系敏感性的影响

知识水平是人力资本的重要组成部分,而对于家庭风险金融资产投资来说,是否具有金融知识是影响理性投资者进行决策的重要因素之一。家庭可以通过接受金融教育增加金融知识和投资经验,从而突破家庭参与金融市场的客观限制;同时,缺少金融知识也会提高家庭的融资成本,降低家庭的财富积累。因此,金融知识是影响投资者进行理性投资决策的关键性因素。

社会信任是一种心理活动,意味着愿意承受对方行为所带来的伤害,愿意相信对方;社会信任也是一种认知行为,人们很容易被自己的信任说服,产生非理性的认知偏差。在家庭投资者进行投资决策的过程中,投资者越信任投资机构,就越会持有更多的这种资产。因此,社会信任更多地表达出一种有限理性认知的态度和行为方式。吴卫星等学者的研究表明金融教育水平与金融市场参与之间存在负相关关系^[22]。金融知识的缺失会导致消费者过度自信,从而导致投资者非理性交易的发生,因此本文预测接受过金融教育的家庭,其社会信任对风险金融资产投资决策的影响更小,相反,无任何金融教育背景的家庭则更容易受到社会信任水平高低的影响。

综合以上三个方面的理论分析,本文提出三个研究假说。

假说1:社会信任水平越高,家庭进行风险金融资产投资的可能性越大,参与程度越高。

假说2:“普遍信任”水平越高,家庭进行风险金融资产投资的可能性越大,持有风险金融资产的比重越高;“政府信任”水平越高,家庭进行风险金融资产投资的可能性越大,持有风险金融资产的比重越高;“亲邻信任”水平越高,家庭进行风险金融资产投资的可能性越小,持有风险金融资产的比重越低。

假说3:金融教育会影响社会信任与家庭风险金融资产投资行为之间的敏感性,即当家庭接受过金融教育时,社会信任对于家庭风险金融资产投资的影响不显著,而当家庭未接受过金融教育时,社会信任的作用效果会很显著。

四、研究设计

(一) 模型设定

因为社会信任对城镇家庭风险金融资产投资影响的被解释变量为二元离散变量,所以可以采用二元离散选择模型 Logit 或 Probit 模型进行实证分析,以检验假说1。具体模型形式如下:

$$Y_i = 1(\alpha_j Trust_j + \beta_i X_i + \beta_j Z_j + \beta_m W_m + \mu > 0) \quad (1)$$

模型(1)中 Y_i 是哑变量,等于 1 表示家庭持有风险金融资产,等于 0 表示没有参与; $Trust_j$ 是本文关注的社会信任水平; X_i 、 Z_j 、 W_m 是控制变量,分别代表家庭特征变量、户主特征变量和地区特征变量。

为检验社会信任对城镇家庭风险金融资产持有比例的影响,本文使用 Tobit 模型进行估计,同时由于风险金融资产占家庭金融资产的比重是截断的,为避免由于样本选择性偏误造成估计结果有偏差,我们使用 Heckman 两阶段模型进行检验。其中 Tobit 模型如下:

$$y_i^* = \alpha_j Trust_j + \beta_i X_i + \beta_j Z_j + \beta_m W_m + \mu \quad (2)$$

$$Y_i = \max(0, y_i^*) \quad (3)$$

其中, Y_i 表示家庭 i 风险金融资产占家庭金融总资产的比重; y^* 表示风险金融资产占比大于 0 的部分。同样, $Trust_j$ 是本文关注的社会信任水平,类似地,控制变量主要包括户主特征变量、家庭特征变量和地区特征变量。

Heckman 两阶段模型的具体设定如下:

$$P_i(Y) = \beta_0 + \beta_j trust_j + \beta_i X_i + \beta_j Z_j + \beta_m W_m + \varepsilon_1 \quad (4)$$

$$Y_i = \alpha_0 + \alpha_j trust_j + \alpha_2 X_i + \alpha_3 \eta_i + \beta_j Z_j + \beta_m W_m + \varepsilon_2 \quad (5)$$

式(4)为 Heckman 第一阶段的 Probit 选择模型, $P_i(Y)$ 表示家庭 i 具有风险金融资产的概率,是考察家庭 i 是否进行风险金融资产投资的决定因素。若 $Y^* > 0$,则 $Y = 1$;若 $Y^* \leq 0$,则 $Y = 0$ 。其中 Y_i^* 为潜在风险金融资产持有额, Y_i 表示实际持有额。式(5)为 Heckman 第二阶段的风险金融资产持有模型,考察社会资本对家庭风险金融资产持有比例的影响。式中加入了米尔斯比率 η_i ,从而克服了样本的选择性偏差。由于 η_i 与样本误差呈线性关系并且是 0 均值,因此保证了估计结果的无偏性,如果均值不为 0 并且在统计结果上显著,则表明样本选择的偏差是存在的,从而验证了采用 Heckman 模型的合理性。

为了检验假说 3,即金融教育对社会信任与城镇家庭风险金融资产投资行为之间关系的敏感性,本文在以上三个模型中引入金融教育与社会信任水平的交叉项来进行实证分析,关注交叉项的回归系数是否显著。若显著为正,则表示在接受过金融教育的家庭中两者的关系更加不敏感;若显著为负,则表示在没有接受过金融教育的家庭中社会信任对其风险金融资产投资的影响更显著。

(二) 数据样本与变量选择

本文使用的数据全部来自于北京大学“985”项目资助、北京大学中国社会科学调查中心执行的中国家庭追踪调查(CFPS)2012年中国家庭追踪调查数据。此数据是在2010年基线调查的基础上进行追踪访问收集而来,样本涉及全国25个省、自治区、直辖市约13315户家庭的微观数据,调查对象包含样本家户中的全部家庭成员。

通过对样本数据进行整理发现,房产在全国家庭平均财产中占了74.29%,金融资产占家庭财产的10%左右。目前,我国的城乡差距仍然较大,农村的金融服务深度和广度远低于城市。由于存在金融可得性的约束,与城镇家庭相比,农村家庭参与金融市场的比例仍然较低。在CFPS的2012年数据中,仅有13.8%的农村家庭持有风险金融资产,其中只有0.60%的农村家庭持有股票。因此,为了排除金融可得性限制对于家庭资产选择的影响,本文剔除了数据中的农村家庭样本,仅对城镇家庭进行实证分析。下面分别就本文涉及的变量进行说明:

1. 城镇家庭风险金融资产投资:本文将城镇家庭资产配置分为实物资产、房产、现金及银行存款、股票、债券、基金等其他金融衍生品,其中将股票、基金以及其他金融衍生品的价值作为城镇家庭风险金融资产。由于城镇家庭金融资产中现金存款和政府债券属于低风险资产,且目前大多数城镇家庭持有现金存款,而风险金融资产的持有情况则存在较大差异,因此本文选取风险金融资产投资作为研究对象,将风险金融资产投资划分为是否持有风险金融资产以及持有比例两个方面进行分析。

2. 社会信任:社会信任是本文关注的解释变量。李涛将其定义为居民对社会上大多数人的信任程度,根据信任程度的不同取值为1~5^[15]。类似地,Guiso等、Manthos等均对调查数据所得指标进行了处理^[12,23]。CFPS2012数据将信任按照对象划分为对父母、邻居、美国人、陌生人、干部和医生六个类别,按照信任程度的高低取值为0~10,0表示非常不信任,10则表示非常信任。本文综合考虑个体对于多个相关主体的信任水平,对此六个指标采用因子分析中的方差最大正交旋转法进行处理,得到“亲邻信任”(亲人、邻居的因子载荷较高)、“普遍信任”(陌生人、美国人的因子载荷较高)和“政府信任”(医生、干部的因子载荷较高)3个综合因子,其累计方差贡献率为79.2%,最后采用标准化因子得分与各因子方差贡献率来加权计算家庭社会信任水平的总因子变量得分,形成综合社会信任水平指标,计算公式为: $Trust = (0.50 \times Trust_1 + 0.17 \times Trust_2 + 0.12 \times Trust_3) / 0.792$ 。其中 $Trust_1$ 代表“亲邻信任”, $Trust_2$ 代表“普遍信任”, $Trust_3$ 代表“政府信任”。

3. 金融教育:结合样本数据的实际情况,本文采用家庭成员是否具有金融知识教育经历来衡量家庭是否接受过金融教育,若家庭成员中至少有一人曾经有过金融知识背景,则认为此家庭接受过金融教育,赋值为1,否则为0。

4. 其他控制变量:(1)户主特征变量,包括性别、年龄、受教育程度、健康状况、婚姻状况、就业状况、所属行业是否为经济金融领域、生活满意度等;(2)家庭特征变量,即家庭规模、家庭过去一年纯收入和家庭总资产;(3)地区特征变量,主要是所在省份的人均GDP。

表1列示了本文所涉及的主要变量及其赋值说明。

表1 主要变量及赋值说明

变量特征	变量定义	赋值说明
风险金融资产投资	是否持有	取值为0或1的离散型虚拟变量,当家庭拥有股票、基金或其他金融衍生品时取值为1,否则为0
	持有比例	家庭持有的风险金融资产在家庭金融资产中的占比
社会信任及分类	社会信任	对父母、邻居、美国人、陌生人、干部和医生六个类别的信任水平进行因子分析得到
	亲邻信任	因子分析中父母信任和邻居信任对应的因子
	普遍信任	因子分析中美国人信任和陌生人信任对应的因子
	政府信任	因子分析中干部信任和医生信任对应的因子
户主特征	年龄	离散型变量,取值为户主的年龄
	性别	取值为0或1的离散型虚拟变量,当户主为男性时取值为1,否则为0
	受教育程度	取值为1~8的离散型变量,由低到高对应“文盲”、“小学”、“初中”、“高中/中专/技校/职高”、“大专”、“本科”、“硕士”以及“博士”
	就业状况	取值为0或1的离散型虚拟变量,当户主有工作时取值为1,否则为0
	行业属性	取值为0或1的离散型虚拟变量,当户主的就业行业属于金融经济领域则取值为1,否则取值为0
	婚姻状况	取值为0或1的离散型虚拟变量,当户主为已婚人士则取值为1,否则取值为0
	健康状况	取值为1~5的离散型虚拟变量,对应户主自评健康程度由低到高
	生活满意度	取值为1~5的离散型虚拟变量,对应户主自评生活满意程度由低到高
家庭特征	是否接受过金融教育	取值为0或1的离散型虚拟变量,当家庭成员中至少有一人接受过金融教育则取值为1,否则取值为0
	家庭规模	家庭中成员的数量
	家庭纯收入	2011年家庭纯收入的自然对数值
	家庭总资产	2011年家庭总资产的自然对数值
地区特征	人均GDP	所在省份2011年的人均GDP自然对数值

五、实证结果分析

(一) 主要变量的描述性分析

表2是运用stata软件对本文涉及的主要变量做出的描述性统计结果。从表2中可以看出:城镇家庭的风险金融资产持有比例的均值为0.12,中位数为0.10,标准差为0.38,这表明城镇家庭的风险金融资产投资比例较低,且并不存在较大的差异性;社会信任水平的均值为0.04,中位数为0.12,

标准差为 0.46,表明城镇家庭的社会信任水平较低,且存在较大异质性。不同类别的信任指标经过因子分析处理,能够反映综合的社会信任水平,而从社会信任的类别来看,“亲邻信任”的总体水平明显高于“普遍信任”和“政府信任”,且后两者的分布波动较大,说明目前城镇家庭居民对于熟悉的群体信任度更高,对于社会的普遍信任和对政府机构的信任波动较明显,不确定性更高。从金融教育统计情况来看,有过金融知识背景的家庭并不多,这也为政府机构需要进一步加强金融知识的普及提供数据支持。从户主的个体特征来看,样本的户主平均年龄为 50.71 岁,男性偏多,受教育程度水平偏低,已婚者居多,在经济金融行业就业的户主较少,同时,户主的平均健康水平处于中等偏上,生活满意度评价较高;从家庭特征来看,城镇家庭成员数平均为 2.68 人,且持有的家庭财富接近中等水平,这符合中国城镇家庭实际情况;从地区特征来看,地区间的经济发展水平存在较大差异,总体平均水平较高。

(二) 社会信任对城镇家庭风险金融资产投资的影响分析

通过对 Logit 模型和 Probit 模型估计结果中的残差序列进行正态分布检验得知,Probit 模型估计结果中残差项序列的 JB 检验统计量为 0.072,表明样本数据在 5% 的显著性水平下符合正态分布,因此采用 Probit 模型更为合理。

据此,针对假说 1,根据前文所述的模型设定和变量,首先检验社会信任是否会显著地影响家庭进行风险金融资产投资的可能性及持有比例大小。表 3 报告了模型的回归结果。其中列(1)是运用 Probit 模型检验社会信任对家庭是否进行风险金融资产投资产生的影响,列(2)是运用 Tobit 模型的估计结果,列(3)和列(4)是运用 Heckman 两阶段模型的估计结果。从 Heckman 模型的 Wald-chi2 检验结果来看,其在 1% 的置信水平下显著,说明模型的整体拟合效果较好,且同时从逆米尔斯比的回归结果来看,该结果并不显著,说明模型的选择性偏差问题不大。

表 2 主要变量的描述性统计

变量名称	平均值	中位数	标准差	最小值	最大值
是否持有	0.11	0	0.31	0	1
持有比例	0.12	0.10	0.38	0	0.98
社会信任	0.04	0.12	0.46	-2.06	1.49
亲邻信任	0.06	0.23	0.85	-3.96	2.51
普遍信任	0.01	0.08	0.99	-2.08	4.76
政府信任	0.04	0.04	0.99	-3.98	3.94
是否接受过金融教育	0.06	0	0.23	0	1
年龄	50.71	49	13.49	16	91
性别	0.68	1	0.47	0	1
受教育程度	2.56	3	2.05	0	7
就业状况	0.55	1	0.49	0	1
行业属性	0.01	0	0.12	0	1
婚姻状况	0.87	1	0.34	0	1
健康状况	2.74	3	1.12	1	5
生活满意度	3.28	3	1.08	1	5
家庭规模	2.68	2	1.19	1	11
家庭纯收入	10.43	10.62	1.20	0.69	14.93
家庭总资产	12.31	12.44	1.51	2.48	17.34
人均 GDP	10.59	10.44	0.43	9.71	11.35

表 3 社会信任对城镇家庭风险金融资产投资影响的回归结果

变量	是否持有		持有比例	
	(1) Probit 模型	(2) Tobit 模型	(3) Heckman 选择方程	(4) Heckman 结果方程
社会信任	0.013 *	0.050 *	0.088 *	0.044 *
	-1.63	-1.72	-1.77	-1.99
年龄	0.008 ***	0.019 **	0.026 ***	0.007 ***
	-4.72	-2.03	-2.47	-4.7
年龄的平方	-0.0001 ***	-0.0002 *	-0.0002 **	-0.0001
	(-4.88)	(-1.65)	(-2.09)	-0.9
性别	-0.009	-0.120 ***	-0.146 ***	-0.016 *
	(-1.30)	(-2.75)	(-3.14)	(-1.67)
受教育程度	0.016 ***	0.049 ***	0.063 ***	0.012
	-6.23	-4.58	-5.4	-0.47
就业状况	-0.009	-0.069	-0.046	-0.043
	(-1.22)	(-1.48)	(-0.93)	(-1.32)
行业属性	0.058 *	0.352 ***	0.563 ***	0.094 **
	-1.74	-2.43	-3.47	-2.15
婚姻状况	0.005	-0.159 ***	-0.173 ***	-0.005
	-0.49	(-2.53)	(-2.58)	(-0.07)
健康状况	0.010 ***	0.064 ***	0.075 ***	0.007 *
	-3.54	-3.24	-3.6	-1.78
生活满意度	0.002	0.029	0.024	0.022
	-0.54	-1.49	-1.17	-1.56
家庭规模	-0.012 ***	-0.027	-0.043 **	-0.014
	(-3.86)	(-1.41)	(-2.16)	(-0.66)
家庭纯收入	0.031 ***	0.060 ***	0.093 ***	0.032 **
	-6.66	-3	-4.33	-2.32
家庭总资产	0.040 ***	0.148 ***	0.197 ***	0.037 ***
	-11.64	-9.28	-11.94	-5.87
人均 GDP	0.016 **	0.079 *		0.054 **
	-2.19	-1.72		-2.23
省份	控制	控制	控制	控制
λ	—	—	—	0.039
				-0.07
观测值数	5293	5293	5293	5293
Wald-chi2	—	—	—	57.31

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 水平下显著,括号内报告了 t 统计量,表中第(1)和(2)列中报告的是估计系数的边际效应,下文同。

从表3中可以看出,社会信任对于城镇家庭风险金融资产投资具有显著正向影响,列(1)的回归结果显示,若其他条件不变,社会信任水平每增加1个百分点,家庭持有风险金融资产的概率会增加0.013;列(2)的结果则表明社会信任水平每提高1个百分点,会使得家庭风险金融资产占比增加0.05。这与本文的理论分析一致,同样也与已有的相关研究结果相符,即当家庭的社会信任水平高时,家庭对于上市公司的经营管理更加信任,对于证券机构的监管职能更加信任,更加相信证券机构会有效保护投资者权益,媒体会充分发挥监督作用,政府会充分履行公共监管职能,因此会使得家庭比较相信风险金融资产未来投资收益能在预期实现,从而促使家庭参与到金融市场中。

除此之外,对于控制变量的回归结果显示,户主个体特征(年龄、受教育程度、婚姻状况、健康状况、所属行业以及生活满意度)、家庭特征(家庭纯收入对数、家庭总资产对数)以及地区特征(人均GDP对数)均对家庭风险金融投资决策具有正向促进作用。户主年龄越大、受教育程度越高,对金融市场的了解可能越多,对金融市场的发展和预测越有把握,因此更有可能参与到金融市场中。同时,户主的职业所属行业如果为经济金融行业,则对其风险金融投资更有利,由于其对于金融市场信息的获取和认知更容易,交易成本可能会得以降低。另外,家庭成员健康水平的提高会降低家庭面对的风险,继而提高家庭进行金融投资的可能性。家庭纯收入的增加和资产的积累可以提高家庭承担进入金融市场的能力,从而增加家庭进行金融投资的可能性。最后,所处地区的经济发展水平越高,金融发展水平越高,家庭的金融服务可得性越高,因此越有可能进行风险金融资产投资。而且,当户主为女性时,家庭参与风险金融市场的可能性高,这可能是由于中国传统文化中一般为女性掌握家庭财务收支的缘故。家庭成员人数越多,家庭进行风险金融投资的可能性越低,参与程度越小,这是由于家庭成员人数与家庭的生活成本呈正相关关系。

(三) 不同类型的社会信任对城镇家庭风险金融投资的影响分析

为了检验假说2,我们按照因子分析的结果将社会信任分为三类,并检验不同类别的社会信任对家庭风险金融资产投资的影响,回归结果见表4。

列(1)报告了不同类别的社会信任对城镇家庭风险金融资产投资的影响,结果显示“政府信任”和“普遍信任”会促使家庭进行风险金融资产投资,且“普遍信任”的影响程度显著为正。“普遍信任”的回归系数更大,说明社会“普遍信任”的提高对于家庭参与风险金融市场有更重要的作用。同时,可以看到“亲邻信任”会对家庭的金融投资决策起到抑制作用,其回归系数显著为负。列(2)、列(3)和列(4)报告了不同类别的社会信任对家庭风险金融资产持有比例的影响,结论同样表明“普遍信任”和“政府信任”对

表4 不同类别的社会信任对城镇家庭风险金融资产投资影响的回归结果

变量	是否持有		持有比例	
	(1) Probit 模型	(2) Tobit 模型	(3) Heckman 选择方程	(4) Heckman 结果方程
政府信任	0.002 -0.45	0.018 -0.71	0.031 -1.17	0.002 -0.1
普遍信任	0.013 *** -4.26	0.034 * -1.76	0.056 *** -2.65	0.011 * -1.68
亲邻信任	-0.009 *** (-2.65)	-0.025 (-1.21)	-0.027 (-1.22)	-0.016 (-0.85)
年龄	0.008 *** -4.53	0.019 ** -1.98	0.025 ** -2.44	0.005 * -1.98
年龄的平方	-0.0001 *** (-4.63)	-0.0001 (-1.56)	-0.0002 ** (-2.02)	-0.0001 (-1.23)
性别	-0.011 (-1.52)	-0.119 *** (-2.74)	-0.146 *** (-3.13)	-0.002 (-1.37)
受教育程度	0.016 *** -6.09	0.048 *** -4.41	0.061 *** -5.2	0.006 ** -2.98
就业状况	-0.008 (-1.02)	-0.067 (-1.44)	-0.046 (-0.92)	-0.047 (-0.97)
行业属性	0.054 * -1.69	0.343 ** -2.37	0.549 *** -3.39	0.049 * -1.7
婚姻状况	-0.007 (-0.69)	-0.154 ** (-2.46)	-0.167 ** (-2.49)	-0.022 (-1.37)
健康状况	0.009 *** -3.22	0.062 *** -3.18	0.072 *** -3.49	0.0004 -0.69
生活满意度	0.003 -0.93	0.025 -1.27	0.019 -0.92	0.025 ** -1.86
家庭规模	-0.011 *** (-3.73)	-0.026 (-1.36)	-0.042 ** (-2.09)	-0.009 ** (-2.32)
家庭纯收入	0.029 *** (6.46)	0.056 *** -2.75	0.086 *** -3.98	0.022 ** -2.79
家庭总资产	0.039 *** -11.41	0.145 *** -9.1	0.193 *** -11.65	0.017 * -4.99
人均GDP	0.014 ** -1.95	0.076 * -1.65		0.053 ** -2.18
λ	—	—	—	0.023 -0.04
省份	控制	控制	控制	控制
观测值数	5293	5293	5293	5293
Wald-chi2	—	—	—	58.52

家庭的风险金融资产投资有正向推动作用,而“亲邻信任”则具有反向作用。假说2得证,即政府信任水平越高,“普遍信任”水平越高时,投资者越相信政府的公共监管能力,越相信市场机制的完善性,从而将风险资产的收益不确定性降到较低水平,家庭会选择将更多资产分配到金融投资中;而“亲邻信任”水平高,则表明家庭对于除亲邻之外其他对象和机构的信任程度偏低,其风险规避意识更强,更倾向于在熟人内部进行交易,因此会减少对于风险金融资产的投资。控制变量的回归结果与前文相一致,此处不再详述。

(四) 金融教育对社会信任和城镇家庭风险金融资产投资之间关系的敏感性分析

针对假说3,本部分研究金融教育是否会对社会信任与城镇家庭风险金融资产投资之间的关系有影响,探讨接受过金融教育的城镇家庭,其社会信任与风险金融资产投资之间的关系是否更加不敏感,表5为实证结果。

从回归结果来看,家庭成员是否接受过金融教育显著地影响了社会信任与家庭是否进行风险金融资产投资之间的敏感性关系。当家庭成员不具有金融教育经历时,也就是家庭成员均没有金融知识背景时,社会信任与家庭是否进行风险金融资产投资之间的正向关系更加显著,模型的回归结果显示交叉项的回归系数均显著异于0。这表明,当家庭中的成员均没有接受过金融教育时,社会信任水平的提升对于家庭进行风险金融资产投资行为将具有显著的促进作用,促使家庭参与到金融市场中,支持本文的假说3。控制变量的回归结果与前述实证结果均一致,故此处省略。

表5 金融教育对社会信任与风险金融资产投资之间关系敏感性影响的回归结果

变量	是否持有		持有比例	
	(1)Probit模型	(2)Tobit模型	(3)Heckman选择方程	(4)Heckman结果方程
社会信任	0.018 ** (-2.16)	0.063 * (-1.78)	0.099 * (-1.95)	0.047 * (-1.92)
金融教育	0.043 *** (-3.58)	0.136 * (-1.61)	0.138 (-1.49)	0.019 ** (-2.58)
社会信任 金融教育	-0.054 * (-1.78)	-0.266 ** (-2.35)	-0.255 * (-1.92)	-0.018 ** (-1.95)
年龄	0.008 *** (-4.67)	0.019 ** (-2.01)	0.025 ** (-2.45)	0.012 *** (-4.54)
年龄的平方	-0.0001 *** (-4.82)	-0.0001 (-1.63)	-0.0002 ** (-1.97)	-0.0001 (-1.77)
性别	-0.009 (-1.19)	-0.119 *** (-2.73)	-0.145 *** (-3.11)	-0.023 * (-2.00)
受教育程度	0.015 *** (-6.03)	0.049 *** (-4.45)	0.062 *** (-5.27)	0.016 ** (-3.43)
就业状况	-0.009 (-1.20)	-0.068 (-1.46)	-0.046 (-0.93)	-0.041 (-0.79)
行业属性	0.043 (-1.38)	0.326 ** (-2.24)	0.533 *** (-3.26)	0.122 ** (-2.41)
婚姻状况	-0.004 (-0.40)	-0.161 ** (-2.57)	-0.176 *** (-2.62)	-0.003 (-1.41)
健康状况	0.010 *** (-3.48)	0.063 *** (-3.22)	0.074 *** (-3.57)	0.012 ** (-2.99)
生活满意度	0.001 (-0.49)	0.029 (-1.51)	0.025 (-1.21)	0.021 ** (-1.86)
家庭规模	-0.012 *** (-3.95)	-0.027 (-1.44)	-0.043 ** (-2.18)	-0.016 ** (-2.22)
家庭纯收入	0.029 *** (-6.55)	0.059 *** (-2.97)	0.092 *** (-4.29)	0.037 *** (-7.75)
家庭总资产	0.039 *** (-11.68)	0.147 *** (-9.24)	0.197 *** (-11.9)	0.047 *** (-10.98)
人均GDP	0.017 ** (-2.3)	0.078 * (-1.7)		0.053 ** (-2.19)
λ				-0.029 (-0.05)
省份	控制	控制	控制	控制
观测值数	5293	5293	5293	5293
Wald-chi2				60.09

六、稳健性检验

由于个体社会信任水平变量可能存在内生性,因此造成模型估计结果的偏差。本文参考国内外相关文献,重新测度社会信任变量,再次估计社会信任对于城镇家庭风险金融资产投资的影响。社会信任水平的工具变量选取方法为将个体或家庭所在的村居的总体平均社会信任水平作为工具变量,实证结果见表6。表6中的结果与表3、表4及表5的结果较

表6 稳健性检验结果

变量	是否持有		持有比例	
	(1)Probit模型	(2)Tobit模型	(3)Heckman选择方程	(4)Heckman结果方程
社会信任	0.063 *** (2.46)	0.308 ** (2.23)	0.451 *** (3.09)	0.151 * (1.75)
省份	控制	控制	控制	控制
其他控制变量	有	有	有	有
λ	—	—	—	-0.115 (-0.21)
观测值数	5293	5293	5293	5293
Wald-chi2	—	—	—	54.52

为一致,说明本文实证分析结果较稳健。

七、总结与启示

本文利用北京大学中国社会科学调查中心组织的中国家庭调查(CFPS)2012年追踪调查数据研究了社会信任与城镇家庭风险金融资产投资及家庭金融资产配置的关系。社会信任属于社会文化范畴,是影响投资者进行有限理性决策的因素之一。研究表明:较高的社会信任水平会提高城镇家庭持有风险金融资产的可能性,而且可以提高家庭风险金融资产持有的比例;同时,“普遍信任”和“政府信任”对家庭的风险金融资产投资有正向促进作用;家庭金融教育确实会影响信任水平和家庭参与风险金融资产投资之间关系的敏感性,没有接受过金融教育的家庭,其信任水平对风险金融资产投资的影响更显著。

基于本文的基本结论,我们得出以下几点启示:

第一,应完善市场机制,提升社会信任水平。鼓励家庭参与金融市场,政府需要建立一个信息更加公开透明、社会保障和监管机制更加健全的金融投资环境,使投资者树立信心;这也要求上市公司、金融机构应发布及时、真实和准确的信息,以取得投资者的信任,并建立彼此间的良好沟通;政府应完善产权制度,保护投资者的权益,建立统一规范的金融市场体系。

第二,应充分发挥政府、公众的监管职能。政府应强化和完善市场监督和法治管理,加大对失信行为的惩罚力度,同时加大宣传诚信价值观,加大教育投入力度,充分发挥新闻舆论的监督职能,营造良好的社会信用环境,加快建立完成统一的征信体系。

第三,应加强投资者的金融教育,提高家庭的金融知识水平。对于没有金融教育背景的投资者,需要更加注重提高他们的社会信任水平,帮助他们了解和学习风险防控手段,避免盲目的风险规避行为发生。

第四,应关注政策之间的相互影响。大力提倡对消费者进行金融教育的同时也应注重构建一个信任水平高的投资环境,这两者之间并不一定是相互促进的,由于消费者决策行为的差异,可能会有此消彼长、相互削弱的政策效果。

参考文献:

- [1] TUFANO P. Consumer finance[J]. Annual Review of Financial Economics, 2009, 3(1):227-247.
- [2] 杨朝军. “资产组合理论”概述[J]. 上海交通大学学报(社会科学版),1994(1):68-70.
- [3] MELTON T. Optimum consumption and portfolio rules in a continuous-time model[J]. Journal of Economic theory, 1971, 31(3):867-887.
- [4] GOMES F, MICHAELIDES A. Optimal life-cycle asset allocation: understanding the empirical evidence[J]. Journal of Finance, 2005, 60(2):869-904.
- [5] DEATON A. Saving and liquidity constraints[J]. Econometrics, 1991, 31(5):43-72.
- [6] FLAIN A, YAMASHITA M. Owner-occupied housing and the consumption of the household portfolio over the life cycle [J]. The American Economic Review, 2002, 28(1):345-362.
- [7] GARRETESN H, LENSINK R, Setrken E. Growth, financial development, social norms and legal institutions[J]. Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 2004,14(2):165-183.
- [8] 张俊生,曾亚敏. 社会资本与区域金融发展——基于中国省际数据的实证研究[J]. 财经研究,2005,31(4):37-45.
- [9] 卢燕平. 社会资本与金融发展的实证研究[J]. 统计研究,2005(8):30-35.
- [10] 杨小玲. 社会资本视角下的中国金融发展与经济增长关系——基于1997—2008年省际面板数据研究[J]. 产经评论,2010(2):97-104.

- [11]徐淑芳. 社会资本与金融发展[J]. 改革与战略, 2008(8):52-56.
- [12]GUIO L, HALIASSOS M, JAPPELLI T. Household stockholding in Europe: where do we stand and where do we go? [J]. *Economic Policy*, 2003, 90(18):123-170.
- [13]GUIO L, SAPIENZA P, ZINGALES L. Trusting the stock market[J]. *Journal of Finance*, 2008, 32(63):2557-2600.
- [14]GEORGARAKOS D, PASINI G. Trust, sociability and stock market participation[J]. *Review of Financial Studies*, 2011, 10(15):693-725.
- [15]李涛. 社会互动、信任与股市参与[J]. *经济研究*, 2006(1):34-45.
- [16]董俊华, 席秉璐, 吴卫星. 信任与家庭股票资产配置——基于居民家庭微观调查数据的实证分析[J]. *江西社会科学*, 2013(7):60-65.
- [17]吴卫星, 付晓敏. 信心比黄金更重要——关于投资者不确定性感受和资产价格的理论分析[J]. *经济研究*, 2011(12):32-44.
- [18]吴卫星, 徐芊, 王宫. 能力效应与金融市场参与:基于家庭微观调查数据的分析[J]. *财经理论与实践*, 2012(4):31-35.
- [19]张维迎, 柯荣柱. 信任及其解释:来自中国的跨省数据调查分析[J]. *经济研究*, 2002(10):59-71.
- [20]LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER A. What works in securities laws[J]. *Journal of Finance*, 2006, 61(1):1-32.
- [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(9):127-139.
- [22]吴卫星, 汪勇祥, 梁衡义. 过度自信、有限参与和资产价格泡沫[J]. *经济研究*, 2006(4):115-127.
- [23]MANTHOS D, NIKOLAOS M. Trust, happiness and households' financial decisions[J]. *Journal of Financial Stability*, 2015, 4(20):82-92.

[责任编辑:黄 燕]

Social Trust and Urban Households' Financial Risk Assets Investment: An Empirical Analysis Based on Data of Chinese Family Panel Studies(CFPS)

ZANG Rihong, WANG Yu

(College of Economics & Management, China Agricultural University, Beijing 100083, China)

Abstract: The influence of social and cultural factors on family financial decision-making has gradually attracted the attention of the academic field, and social trust is the core element. This paper makes an empirical study on urban families, using the data of Chinese Family Panel Studies(CFPS), and the result shows that: as the social trust increases, the possibility of urban households' risk asset market participation and the ratio of risk assets will significantly improve; Different kinds of social trust have different influences on urban family financial risk investment decision, for instance, the government trust and common trust can promote the increasing of risk investment, but the neighborhoods' trust can have an opposite influence; For those households that have not received financial education, the improvement of their social trust level has a more significant impact on financial risk assets investment decisions.

Key Words: social trust; urban households; financial risk assets investment; pro-neighbour trust; financial market; family asset allocation; asset allocation; household's finance; financial education