

股市有限参与之谜研究述评

尹志超 黄倩*

摘要: 股票市场有限参与问题是家庭资产选择的核心问题,这方面的研究对股权溢价理论和储蓄投资理论研究的深化具有重要学术价值,对我国科学制定相关金融政策也极具指导意义。传统资产选择理论认为所有的投资者都将一定比例的财富投资于所有的股票,而现实中许多家庭未参与股市投资、投资组合分散不足等现象对传统理论提出了挑战。本文从交易摩擦、人力资本、房产投资、企业资产、人口统计特征、心理特征等方面对股市有限参与的文献进行了系统梳理和分析,展示了这一领域的研究状况和最新进展,并对未来的研究方向进行了展望。

关键词: 有限参与 投资组合 风险

一、引言

家庭如何在不确定性环境下使用各类金融工具实现其财富目标,这是金融研究的核心问题之一。随着我国金融市场的不断发展以及家庭可支配收入的快速增长,家庭财产中金融资产的比重日益上升,并且其金融资产选择行为日益复杂化,不再是过去单一的储蓄性存款,家庭开始参与股票、基金、债券、贵金属等金融风险资产的投资。家庭金融资产的风险化将对宏观经济政策的实施效果产生显著影响,因此对家庭资产选择行为的研究也为我国宏观经济政策制定提供了有益的参考。以往的研究主要围绕资产定价和公司金融等传统领域,学者对在资本市场上资产价格如何决定,平均资产收益率如何反映风险,企业家如何使用金融工具实现利润最大化,怎样解决委托代理问题等进行了深入的研究。但研究发现家庭金融与公司金融相比,有许多独特的特征:家庭必须在长期但有限的生命周期内进行规划,家庭拥有的人力资本是不可交易资产,房产是非流动性资产,家庭面临借贷约束和复杂的税收等。家庭资产选择的复杂性使得许多家庭未参与股票投资,即使参与股票市场的投资者也并非持有市场中所有股票(Mankiw and Zeldes, 1991)。这一现象对传统理论提出了严重的挑战,许多学者对此进行了研究,股市参与的影响因素研究更是成为学界研究的热点,研究的视角也从较多层面展开。由于研究角度以及研究样本选择的差异性,使得研究结论存在诸多分歧,难以达成共识,本文对这些文献的结论和分歧进行了综述、比较和展望,以期对后续的研究提供有益的借鉴。

二、股市“有限参与”之谜的缘起

传统资产选择理论以理性人、完全市场、标准偏好为假设前提,在此基础上研究得出家庭投资比例仅取决于投资者的风险偏好,所有投资者都将一定比例的财富投资于所有股票(Markowitz, 1952; Samuelson, 1969; Tobin, 1958; Sharpe, 1964)。然而,实证研究表明,家庭的投资组合选择与传统资产选择理论有许多不一致。特别是,现实中许多人根本不投资于股票,即使参与股票市场的投资者也并非持有市场中所有类型股票,现实数据远远低于理论上的最优风险资产持有份额。这被称之为股票市场“有限参与”之谜。

* 尹志超,西南财经大学金融学院,邮政编码:610074,电子信箱:yzc@swufe.edu.cn;黄倩,西南财经大学金融学院,邮政编码:611130,电子信箱:huangqian.lovely@aliyun.com。

本文受国家自然科学基金“流动性约束与中国家庭金融行为——基于CHFS数据的研究”(项目编号:71373213)、中央高校基本科研业务费专项基金“风险态度与中国股市有限参与——基于中国家庭金融调查数据的实证研究”(项目编号:JBK1207072)、“社会网络与中国家庭股票市场参与”(项目编号:JBK130932)的资助。感谢匿名审稿专家给予的宝贵意见,文责自负。

Markowitz(1952)建立的均值-方差模型奠定了现代资产组合理论的基础,该理论指出资产组合能够降低风险,在不确定条件下分散化投资是最优选择。Tobin(1958)提出了著名的“两基金分离定理”,进一步完善了投资组合选择理论。他指出,所有理性经济人的资产组合(一种无风险资产和唯一的风险资产)相同,个人流动性风险偏好的差异决定了风险资产在资产组合中的比例。Sharpe(1964)将有效市场理论与均值-方差理论结合,提出在一般均衡框架中以理性预期为基础的投资者行为模型,即资本资产定价模型(Capital Asset Pricing Model,简称CAPM),CAPM模型揭示了证券市场上的非系统风险可以通过投资分散化消除,而非系统风险却无法消除并对预期收益产生影响。均值-方差模型、两基金分离定理、CAPM模型都是一期静态模型,不涉及跨期消费-储蓄选择,而事实上,投资者不仅仅只考虑其资产组合当前一个时期的收益,还关心以后若干时期的可能情况。Samuelson(1969)最早考虑了连续时间下的最优消费-投资组合决策问题,提出了无风险债券与风险股票的投资决策模型,根据他的模型,投资者应该将一定比例的财富投资于所有的风险资产,投资者的最优风险资产持有比例独立于年龄、财富、投资期限等变量,仅由投资者风险厌恶程度的差异决定。

虽然理论的推断非常明确,但是实证的研究却发现,家庭对金融市场,尤其是股票市场的参与是非常有限的。美国和英国的股市参与率1989年为7.9%和20.7%、1994年为34.1%和22.2%、1999年为39.8%和26.2%(Banks, et al., 2001);意大利家庭收入与财富调查显示家庭股市参与率分别为1989年的6.4%、1995年的7.7%、1998年的8.9%,虽然股市参与率有所增加,但仍然非常低(Guiso and Jappelli, 2000);日本的股市参与率分别为1990年的26.5%、1995年的24.0%、1999年的25.2%(Iwaisako, 2003)。以上分析表明,发达国家的家庭股市参与率都呈现上升趋势,但日本家庭金融资产选择行为主要以储蓄为主,资产配置非常保守,家庭持有的存款在金融资产中的占比超过一半,而股票占比在1990年达到顶峰(占金融资产的10.6%),随后呈下降趋势,1990年股票占比仅为7.2%(Iwaisako, 2003)。相反,欧美发达国家家庭资产选择日益风险化,其风险性资产(包括股票、共同基金等)在金融资产中的占比持续增加,美国从1995年的40.6%增长到2007年的71.6%,英国从1998年的49.2%增长到2007年的56.7%(Banks, et al., 2001),意大利从1989年的12%增长到1998年的22.1%(Guiso and Jappelli, 2000)。同发达国家股市参与情况相比,有限参与现象在中国的股票市场更显著,股市参与比例更低。我国家庭金融资产选择行为与日本相似,虽然家庭金融资产选择趋于风险化,但是风险化程度较低,主要以储蓄为主,中国居民的储蓄率高达52%(郭树清, 2012)。国内学者李涛(2006)发现,2002年中国城市居民股票投资在金融资产中的比例仅为10.37%;同期,美国居民股票投资占金融资产比例为34.06%。股票资产比例的显著差异直接反映在两国悬殊的居民参与股市比例上:2002年,美国股票参与率为30.11%;同期中国股票参与率为5.36%。甘犁等(2012)运用中国家庭金融调查数据发现中国家庭的股票市场参与率为8.84%,股票占家庭金融资产的比例为15.45%。

世界各国的数据揭示股票市场呈现出典型的“有限参与”特征,如表1所示。如何解释家庭在股票市场的“有限参与”呢?本文接下来将系统阐述家庭对股市“有限参与”的理论基础,再从交易摩擦、人力资本、房产投资、企业资产、人口统计特征、心理特征等方面对股市“有限参与”实证研究的前沿文献进行系统梳理和分析,并展望该理论的研究趋势,以期对相关领域研究及有关金融政策的有效实施提供借鉴。

表 1 股市参与率与股票投资占比

	美国	英国	日本	意大利	中国
股市参与率	50.3% (2007 年)	26.2% (1999 年)	25.2% (1999 年)	8.9% (1998 年)	8.84% (2012 年)
股票投资在金融资产中的比例	50.5% (2007 年)	17.1% (1998 年)	7.2% (1998 年)	7.5% (1998 年)	15.45% (2012 年)

资料来源:美国2007年数据来源于美国消费者金融调查数据库(The Survey of Consumer Finances, SCF),其他数据来源文中已注明。

三、股市有限参与的解释

(一) 交易摩擦与股市有限参与

完全市场条件下不存在交易摩擦,但在现实中市场的不完全性使得家庭资产选择行为受到诸多限制,因此许多学者将交易摩擦因素(如不允许卖空、买卖证券产生的交易成本和税收等)引入到生命周期资产组合模型中。

Heaton 和 Lucas(1997)认为投资者做投资时将考虑交易成本,他们更倾向于投资交易成本较低的资产。Guiso 等(2002)运用静态均值-方差模型说明进入股市有固定成本,财富越多的投资者投资股票获得的效用越有可能弥补进入股市的固定成本,因此越有可能持有股票资产,而财富水平低的家庭不投资股票是理性的。Vissing-Jorgensen(2002)考虑了三种股市参与成本(固定交易成本、比例交易成本、每期交易参与成本)对股市参与的影响,他们发现固定交易成本对股市参与决策有重要影响,每期交易参与成本解释了一半家庭选择不参与股市。Gomes 和 Michaelides(2005)认为股票投资相关的成本包括资金成本、信息成本、效用成本、福利成本等。Alan(2006)认为投资者首次进入股市必须发生的一次性费用包括时间成本和资金成本,一次性进入成本大约占劳动收入永久部分的 2%,正是由于进入成本的存在,降低了低储蓄者持股的可能性。Vissing-Jorgensen(2004)将投资股市需要花费的时间和金钱视为参与成本,指出持有股票使报税复杂化。参与成本可能是造成一些家庭持有股票后不舒服的心理因素。Hong 等(2004)发现家庭更愿意选择他们熟悉的金融产品。Campbell(2006)将参与惯性解释为投资组合再平衡的固定成本。

正是市场摩擦的存在,股票投资中资金、时间、精力等交易成本的制约,一部分家庭由于了解市场信息渠道受限、专业知识欠缺,因而没有参与股票市场或者股票投资比例较低。

(二)人力资本与股市有限参与

人力资本是家庭最重要的不可交易资产,家庭能获得劳动收入但不能交易劳动能力,其风险具有异质性和不可对冲性。Bodie 等(1992)最早将人力资本引入投资组合与消费选择模型的研究,他们发现劳动与投资选择关系密切,由于劳动供给具有弹性,家庭可以通过增加劳动供给或者推迟退休延长工作时间以应对不利的投资结果,这在一定程度上能够提升家庭承受金融投资风险的意愿,因此相对老年投资者,年轻人由于其具有更高的风险承受能力而愿意持有更多的风险资产。与 Bodie 等人研究的结论相似,Heaton 和 Lucas(1997)认为在包含劳动收入及证券组合约束下,投资者的最优证券组合应该是将绝大部分储蓄资产配置到高风险的股票资产上,若没有证券组合约束,投资者甚至应该卖空无风险的长期债券而投资于股票。

对于劳动收入风险的性质,仍然存在一定的争论,大多数研究认为人力资本所产生的收入风险更接近于股权类资产,因此劳动收入风险对股市参与有挤出效应。Heaton 和 Lucas(2000)认为劳动收入的背景风险会增加家庭风险厌恶水平从而使家庭投资更为谨慎。Benzoni 等(2009)认为总劳动收入与股利存在协整效应,由于协整效应,年轻人的人力资本更像“股票”,年轻人的最优投资组合是将其财富少投资股票。然而,由于老年人以较短的时间退休,协整效应没有足够的时间去发挥作用,他们的人力资本变得更像“债券”,因此,老年人应该将其财富多投资股票。Angerer 和 Lam(2009)进一步将劳动收入风险分为持久风险和暂时风险,发现持久风险降低了居民风险金融资产的持有比例,暂时风险的影响并不显著。Guiso 等(2000)通过对意大利家庭资产选择的研究,证实劳动收入风险降低了家庭风险资产投资比例。Cardak 和 Wilkins(2009)研究了澳大利亚家庭风险金融资产配置,同样得出劳动收入风险与居民的风险金融投资有显著的负相关关系。国内学者何兴强等(2009)实证发现劳动收入风险越大,我国居民股票参与率越低。其他学者持不同观点,Arrondel 和 Pardo(2002)通过理论分析并对法国家庭进行实证研究,得出若劳动收入风险与超额金融收益风险负相关,则劳动收入风险增大能够提高投资者对风险资产的投资;若两者正相关,劳动收入风险增加则会降低对风险资产的投资。Cocco 等(2005)发现人力资本所带来的劳动收入相当于持有无风险资产,因而持有劳动收入使得投资者更愿意持有更高比例的风险资产。Alessie 等(2000)发现荷兰居民预期收入的不确定性对风险资产投资影响不显著。

(三)住房资产与股市有限参与

住房资产是家庭的主要资产,特别是对于中产家庭来说,房产在其总资产中的比例最大(Campbell, 2006)。房产是一种特殊的资产,一方面房产作为一种耐用消费品,给家庭提供居住服务,使家庭能够规避房租与其他消费品相对价格变动的风险,同时房产又是一种投资品,家庭可以从房价上涨中获利,但房产的流动性很差。买房或租房选择以及持有房产对家庭资产选择的影响是家庭金融首要讨论的问题(Yao and Zhang, 2005)。

Flavin 和 Yamashita(2002)发现过度投资房产减少了家庭对股票的需求。家庭对房屋的消费需求导致杠杆头寸,尤其对于年轻家庭来说杠杆比率(住房投资与净资产比值)更高,为了降低组合的风险,年轻家庭股票投资比例较老年家庭低。Kullmann 和 Siegel(2005)认为股市参与率及股票持有量由于房产风险的暴露而减少;投资者在不考虑将其他投资与房产投资作为一个组合的情况下,房产占用投资者大量资金后,用于其他投资的资金将非常少;房产价值波动越大,股市参与概率及参与程度越低。Iwaisako(2003)发现日本家

庭在购买房产后,由于大量的房屋贷款导致了高杠杆头寸,对风险性金融资产的需求有挤出作用。Cocco (2004)考虑房产投资的前提下家庭最优投资组合问题,他发现房产对家庭资产积累、资产配置有重要的影响,对于较年轻和财富积累较少的投资者来说,房产几乎接近其总的财富,很低的股市参与成本就能解释为什么很多家庭没有参与股市,同时房产价格风险对持股具有挤出效应,这种挤出效应对于低财富净值的家庭更大。吴卫星和齐天翔(2007)发现居民房地产投资与居民股票市场参与呈显著的负相关关系。何兴强等(2009)的研究同样表明房产投资显著降低了居民的股市参与率。

Yao 和 Zhang(2005)在分离了住房消费需求和住房投资需求的情况下,讨论了房产投资和借贷约束对投资者最优资产选择的影响,其研究表明拥有住房的投资者家庭净资产中持股比例较低,存在挤出效应;但在流动资产组合(债券和股票)中持有一个更高的股权比例,存在分散效应。既存在挤出效应又存在分散效应的原因在于,相较于租房,购房后投资者的流动资产总额减少了,尽管持有的股票在财富净值中的占比下降,但在流动资产中的占比上升了。另外,房产也可以作为抵押品来帮助投资者获得融资(Campbell,2006),对于可能面对流动性约束的投资者来说,在进行资产配置和住房按揭贷款选择时需要考虑未来收入下降和流动性约束起作用时的负面效应。年轻人更应该考虑流动性约束的影响,因为他们的财富积累相对较少。

从上述文献来看,在生命周期的资产组合模型中引入房产将增强模型的解释力,尤其是在中国自有住房率居世界首位(甘犁等,2012),而在国内房价不断上涨的背景下,分析房产价值、房屋所有权对家庭股票投资的影响更具现实意义。

(四)企业资产与股市有限参与

许多富有家庭拥有私人企业,世界上拥有私人企业的家庭占总人口的数量不到10%,但却拥有全社会40%的净资产,因此拥有私人企业的家庭对资产需求和定价有特别重要的作用(Gentry and Hubbard,2004)。对于私人企业主来说,出于信息不对称导致的外部融资成本与内部融资成本的差异以及道德风险带来的激励等因素的考虑,他们的消费、储蓄及资产选择等行为与普通投资者有系统性差异。Gentry 和 Hubbard (2004)发现,单独考察私人业主的储蓄投资行为对于解释财富分布及财富收入比等特征至关重要。Campbell(2006)根据美国 SCF 数据发现,在最富有的20%家庭中既没有投资私人企业,也没有参与股市的家庭仅占不到10%,因此,私人企业资产的挤出效应能够对富裕家庭没有参与股市投资的现象进行大部分的解释。而在中国,14%的家庭拥有私人企业,远高于美国的7%(甘犁等,2012),中国私人企业可能对股市参与有更显著的影响。Carroll(2002)研究表明富有家庭更倾向于持有风险性资产,特别是投资于自己拥有的企业,对这一现象有三种解释:一是将财富看做是一种奢侈品,这表明风险厌恶随财富增加而下降;二是在风险态度中有外生变量,以至于风险偏好的家庭从事高风险投资,而运气好的风险偏好者成为了富人;三是资本市场的不完全性导致私人业主需要自己融资和企业投资将获得超额收益。Davis 等(2006)研究表明,小企业主的个人收入可能与风险性资产回报高度正相关,这被称为“产权风险(Proprietary Risk)”,大的产权风险将使投资者在生命周期中持有风险资产的比例下降。Heaton 和 Lucas(2000)认为在一些富裕家庭的资产组合中,私人企业对股票需求有替代效应,相较于相似年龄和财富的其他投资者,私人业主拥有更安全的金融资产组合,这可能是因为私人业主需要通过持有安全的金融资产组合来对冲他们企业投资的风险,也可能如 Shum 和 Faig(2006)认为的那样,私人业主选择更安全的金融资产组合是为了给其企业提供稳定的现金流,确保其企业投资不出现资金断裂。Shum 和 Faig(2006)研究了私人企业对金融资产组合选择的影响,他们发现,私人企业回报率越高,其经营中断的损失越大,导致投资者金融资产投资越保守,从而较少参与股票投资。

综上所述,由于私人企业投资风险与股票投资风险正相关,导致私人业主更愿意投资安全的金融资产,从而导致其资产组合中股票投资比例降低。

(五)人口统计特征与股市有限参与

家庭资产选择行为的复杂性与综合性,很大程度上与家庭人口统计特征有直接联系。众多学者通过将人口统计因素引入实证模型来解释股市“有限参与”之谜。

受教育程度对于投资者是否投资股票以及投资的比例有显著影响(Campbell,2006)。Mankiw 和 Zeldes (1991)认为在收入既定的条件下,家庭户主受教育程度越高,参与股市的可能性越大,并进一步指出两者之间存在较强显著性影响的原因是股市存在固定信息成本,受教育程度高的投资者易于克服信息障碍。Guiso 等(2002)同样表明受教育程度与股市参与正相关,因为教育不仅与个人的永久收入、财富正相关,还与投资者获取并处理信息的能力、金融的复杂性相关;进一步,教育对间接持股的影响比直接持股更大。投资者受

教育程度对股市参与、股票投资比例均有正向显著影响。

根据生命周期假说,家庭投资组合具有一定的年龄效应。Canner 等(1997)指出家庭应随年龄变化调整资产组合中风险资产的比例。与 Cocco 等(2005)认为家庭股票投资比例和年龄呈现强的负相关关系的结论不同,Shum 和 Faig(2006)表明年龄对家庭持股比例呈“驼峰”型效应,61 岁前,年龄的增加提高了持有股票的可能性;Cardak 和 Wilkins(2009)证实居民股市参与度随年龄增长而增加;与其他国家相比,日本家庭持股比例峰值出现在生命周期更晚的阶段,五十多岁时达到峰值,后变成常量,同时指出年龄主要解释了家庭是否参与股市的决策,股权份额的年龄效应并不显著(Iwaisako,2003);吴卫星和齐天翔(2007)并未发现存在生命周期效应。

家庭成员健康状况也是居民资产选择时不可忽视的因素。Rosen 和 Wu(2001)发现健康对金融资产选择及风险资产比例有显著影响,健康状况差的家庭持有风险资产的概率较低。Berkowitz 和 Qiu(2006)认为健康状况对家庭金融资产与非金融资产的影响是非对称的,健康状况恶化降低了金融资产的持有,从而减少风险资产持有;若控制健康和非健康家庭所持有的金融资产差额,健康状况与家庭资产组合的关系不显著。Cardak 和 Wilkins(2009)证实澳大利亚家庭的健康风险与风险资产比例呈负向关系。Fan 和 Zhao(2009)指出健康风险降低了家庭财富积累,在总金融资产不变的情况下,健康风险导致家庭的投资从风险金融资产转向其他金融资产。李涛和郭杰(2009)虽发现健康状况对我国居民股票投资有轻微的负影响,但在统计上不显著。吴卫星等(2011)研究表明投资者的健康状况对参与股市及风险资产市场并无显著影响,对股票或风险资产投资比例的影响显著,进一步从投资者的风险态度和遗赠动机解释该影响。

除了受教育程度、年龄和健康外,Guiso 和 Paiella(2004)、Campbell(2006)等还发现性别、婚姻状况、家庭规模、职业等其他人口统计特征影响家庭股票资产的配置。

(六)其他因素与股市有限参与

传统的资产选择理论缺少对投资者微观决策行为及决策背后心理因素的分析,导致模型预测结果与投资者实际资产选择情况矛盾,为了更好地解释和预测投资者资产选择行为,近期许多学者将行为金融学中的相关理论模型成功应用到家庭资产选择行为的分析中。Hong 等(2004)首次将社会互动引入家庭股市参与行为的研究,由于受到邻居、朋友和其他群体的影响,家庭会做出类似的资产配置;家庭参与股市的概率与社会互动程度显著正相关,随着社会互动程度的提高,居民学习参与的机会增加,降低了参与股市的净成本,参与股市的可能性从而提高。Guiso 等(2008)用信任来解释家庭股市参与行为,分别从理论与实证方面证实了信任程度越低的个人购买股票的概率、股票投资比例越小,反之则越高。李涛(2006)采用 2004 年广东省居民调查数据,发现社会互动和信任都推动了居民参与股市。股市低迷会降低社会互动的积极作用,社会互动对低学历居民参与股市的正面影响更明显。我国个人投资者存在过度自信、过度交易等行为偏差(李心丹等,2002)。吴卫星等(2006)从投资者心理角度实证分析了不确定和过度自信两种因素对有限参与程度的影响,表明理性投资者有更大的投资区域,而非理性投资者在其投资区域内更为激进。

惯性是家庭资产配置的主要影响因素,家庭并没有根据财富不断变化来重新调整资产组合(Brunnermeier and Nagel,2006)。Bilias 等(2010)进一步分析指出家庭投资组合惯性(包括参与惯性和交易惯性)与具体的家庭特征有关,家庭进入或退出股市行为主要取决于家庭特征,与股市的涨跌没有多大关系。国内学者李涛(2007)发现投资者当前和未来期望的选择都表现出了参与惯性(倾向于维持他们过去的选择),这并非理性选择所致,而是其禀赋效应或延迟决策等行为偏见的结果。

Shum 和 Faig(2006)研究了家庭储蓄动机、采用专业投资建议对持股的影响。不同储蓄动机的影响不同,为教育、家庭消费、退休进行的储蓄增加了持股机会,为私人商业投资的储蓄降低了持股的可能性;寻求专业投资建议的家庭持股倾向更高。

此外,投资者的偏好异质性也能在一定程度上解释股市有限参与现象。Gomes 和 Michaelides(2005)考虑了偏好异质性,认为风险偏好的家庭之所以不投资股票是由于没有积累起财富;而风险厌恶的家庭虽然积累了财富,能够支付参与股市的固定成本,但是他们的参与度却不高,而一旦投资者参与股市,就会倾向于投资全部资金。Guiso 和 Paiella(2004)发现即使同为风险规避者却也存在规避程度的异质性,家庭风险厌恶程度与风险资产投资显著负相关,风险规避者投资风险资产的比例明显低于风险偏好者。Shum 和 Faig(2006)研究表明家庭股市参与、股票份额与其风险规避程度负相关。

四、结论与展望

国外学者在家庭金融研究领域已取得丰硕理论成果的背景下对股市有限参与问题进行了较为系统的研

究,为我们研究中国家庭股市有限参与问题提供了富有价值的理论研究成果。但我们也应该清醒地看到,文化传统与社会背景的不同对家庭股市参与有重要的影响,因此,只有将国外已有的较为成熟的理论与中国文化传统、特殊的制度背景和市场背景相结合,才能更好地系统研究中国家庭股市“有限参与”之谜。

家庭股市参与率是一国经济金融化的重要标志,中国家庭的股票市场直接参与率仅为 8.84% (甘犁等, 2012),说明我国绝大多数家庭没有参与股市,其背后的原因值得深入研究。另一方面,对股市有限参与问题的研究是对储蓄投资理论的进一步深入和发展,且有利于了解家庭的投资需求,从而引导家庭进行科学的投资决策。目前国内这方面研究还处于起步阶段,有待进一步深入研究。

首先,对股市有限参与问题的研究,国内实证研究大多以某一地区或某些城市的单个投资者为研究对象,忽视了投资者所处的家庭背景及特征。从家庭微观层面对居民资产选择,尤其是风险资产股票投资的研究近几年才刚刚起步,实证分析主要受数据的可获得性、家庭金融的特殊性、投资行为的复杂性等限制,尚存在较大的空白。其中家庭金融微观数据难以获得是限制股市有限参与问题研究的主要原因,中国家庭金融调查等微观数据的产生,为今后研究该问题提供了有力的数据支持。其次,一些影响因素的实证结论仍存在分歧(如劳动收入风险、年龄效应)或尚未在国内研究中得以应用(如储蓄动机),尤其是与国外研究结论不一致的方面(如风险态度)都需要充分结合我国实际情况,进一步检验并探究其原因。最后,社会保障与保险直接影响家庭劳动收入风险和健康风险,是否享受社会保障或购买商业保险,对家庭股票投资决策有一定的影响。考虑家庭成员健康状况、社会保障与保险等因素,为研究家庭股票投资行为提供了新思路。

参考文献:

1. 甘犁、尹志超、贾男、徐舒、马双, 2012:《中国家庭金融调查报告 2012》,西南财经大学出版社。
2. 郭树清, 2012:《金融调结构,经济有出路》,《人民日报》7月2日。
3. 何兴强、史卫、周开国, 2009:《背景风险与居民风险金融资产投资》,《经济研究》第12期。
4. 李涛, 2006:《社会互动、信任和股市参与》,《经济研究》第1期。
5. 李涛, 2007:《参与惯性与投资选择》,《经济研究》第8期。
6. 李涛、郭杰, 2009:《风险态度与股票投资》,《经济研究》第2期。
7. 李心丹、王冀宁、傅浩, 2002:《中国个体证券投资者交易行为的实证研究》,《经济研究》第11期。
8. 吴卫星、汪勇祥、梁衡义, 2006:《过度自信、有限参与和资产价格泡沫》,《经济研究》第4期。
9. 吴卫星、齐天翔, 2007:《流动性、生命周期和投资组合相异性》,《经济研究》第2期。
10. 吴卫星、荣苹果、徐芊, 2011:《健康与家庭资产选择》,《经济研究》第1期。
11. Alan, S. 2006. "Entry Costs and Stock Market Participation over the Life Cycle." *Review of Economic Dynamics*, 9(4): 588 – 611.
12. Alessie, R., S. Hochguertel, and A. V. Soest. 2000. "Household Portfolios in the Netherlands." In *Household Portfolios*, ed. L. Guiso, M. Haliassos and T. Jappelli, 341 – 398. Cambridge MA: MIT Press.
13. Angerer, X., and P. S. Lam. 2009. "Income Risk and Portfolio Choice: An Empirical Study." *The Journal of Finance*, 64(2): 1037 – 1055.
14. Arrondel, L., and H. C. Pardo. 2002. "Portfolio Choice with a Correlated Background Risk: Theory and Evidence." Delta Working Paper 16.
15. Banks, J., R. Blundell, and J. P. Smith. 2001. *Wealth Portfolios in the United Kingdom and the United States*. Chicago: University of Chicago Press.
16. Benzoni, L., 2009. "Investing over the Life Cycle with Long – run Labor Income Risk." *Economic Perspectives*, 33(3): 29 – 43.
17. Berkowitz, M. K. and J. Qiu. 2006. "A Further Look at Household Portfolio Choice and Health Status." *Journal of Banking and Finance*, 30(4): 1201 – 1217.
18. Bodie, Z., R. C. Merton, and W. Samuelson. 1992. "Labor Supply Flexibility and Portfolio Choice in a Life Cycle Model." *Journal of Economic Dynamics and Control*, 16(3 – 4): 427 – 449.
19. Biliass, Y., D. Georgarakos, and M. Haliassos. 2010. "Portfolio Inertia and Stock Market Fluctuations." *Journal of Money, Credit and Banking*, 42(4): 715 – 742.
20. Brunnermeier, M., and S. Nagel. 2006. "Do Wealth Fluctuations Generate Time – varying Risk Aversion? Micro – evidence on Individuals' Asset Allocation." NBER Working Paper 12809.
21. Cardak, B. A., and R. Wilkins. 2009. "The Determinants of Household Risky Asset Holdings: Australian Evidence on Background Risk and Other Factors." *Journal of Banking and Finance*, 33(5): 850 – 860.
22. Campbell, J. 2006. "Household Finance." *Journal of Finance*, 61(4): 1553 – 1604.
23. Canner, N., N. G. Mankiw, and D. N. Weil. 1997. "An Asset Allocation Puzzle." *American Economic Review*, 87(3): 181 – 191.
24. Cocco, J. 2004. "Portfolio Choice in the Presence of Housing." *Review of Financial Studies*, 18(2): 535 – 567.
25. Cocco, J., F. Gomes, and P. Maenhout. 2005. "Consumption and Portfolio Choice over the Life – cycle." *Review of Financial Studies*, 18(2): 491 – 533.
26. Carroll, Christopher D. 2002. *Portfolios of the Rich*, in Luigi Guiso, Michael Haliassos, and Tullio Jappelli. Cambridge MA: MIT Press.
27. Davis, S., F. Kubler, and P. Willen. 2006. "Borrowing Costs and the Demand for Equity over the Life Cycle." *The Review of*

- Economics and Statistics*, 88(2): 348 – 362.
28. Fan, E., and R. Zhao. 2009. "Health Status and Portfolio Choice: Causality or Heterogeneity?" *Journal of Banking and Finance*, 33(6): 1079 – 1088.
 29. Flavin, M., and T. Yamashita. 2002. "Owner – occupied Housing and the Composition of the Household Portfolio." *American Economic Review*, 92(1): 345 – 362.
 30. Gentry, W., and R. Hubbard. 2004. "Entrepreneurship and Household Saving." *Advances in Economic Analysis & Policy*, 4(1), Article 8.
 31. Gomes, F., and A. Michaelides. 2005. "Optimal Life – cycle Asset Allocation: Understanding the Empirical Evidence." *Journal of Finance*, 60(2): 869 – 904.
 32. Guiso, L., Michael Haliassos, and Tullio Jappelli. 2002. *Household Portfolios*. Cambridge MA: MIT Press.
 33. Guiso, L., and T. Jappelli. 2000. "Household Portfolios in Italy." CSEF Working Paper 43.
 34. Guiso, L., P. Sapienza, and L. Zingales. 2008. "Trusting the Stock Market." *Journal of Finance*, 63(6): 2557 – 2600.
 35. Guiso, L., and M. Paiella. 2004. "The Role of Risk Aversion in Predicting Individual Behavior." CEPR Discussion Paper 4591.
 36. Heaton, J., and D. Lucas. 1997. "Market Frictions, Saving Behavior and Portfolio Choice." *Macroeconomic Dynamics*, 1(1): 76 – 101.
 37. Heaton, J., and D. Lucas. 2000. "Portfolio Choice in the Presence of Background Risk." *The Economic Journal*, 110(460): 1 – 26.
 38. Hong, H., J. D. Kubik, and J. Stein. 2004. "Social Interaction and Stock – market Participation." *Journal of Finance*, 59(1): 137 – 163.
 39. Iwaisako, T. 2003. "Household Portfolios in Japan." NBER Working Paper 9647.
 40. Kullmann, C., and S. Siegel. 2005. "Real Estate and Its Role in Household Portfolio Choice." Working Paper, University of British Columbia.
 41. Lynch, A. W., and S. Tan. 2004. "Labor Income Dynamics at Business Cycle Frequencies: Implications for Portfolio Choice." NBER Working Paper 11010.
 42. Markowitz, H. 1952. "Portfolio Selection." *Journal of Finance*, 7(1): 77 – 91.
 43. Mankiw, N. G., and S. Zeldes. 1991. "The Consumption of Stockholders and Nonstockholders." *Journal of Financial Economics*, 29(1): 97 – 112.
 44. Rosen, H. S., and S. Wu. 2001. "Health Status and Portfolio Choice." *Journal of Financial Economics*, 72: 457 – 484.
 45. Samuelson, P. 1969. "Lifetime Portfolio Selection by Dynamic Stochastic Programming." *Review of Economics and Statistics*, 51(3): 239 – 246.
 46. Sharpe, W. 1964. "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk." *The Journal of Finance*, 19(3): 425 – 442.
 47. Shum, P., and M. Faig. 2006. "What Explains Household Stock Holdings?" *Journal of Banking and Finance*, 30(9): 2579 – 2597.
 48. Tobin, J. 1958. "Liquidity Preference as Behavior towards Risk." *Review of Economic Studies*, 25(2): 65 – 86.
 49. Vissing – Jorgensen, A. 2002. "Limited Asset Market Participation and the Elasticity of Intertemporal Substitution." *Journal of Political Economy*, 110(3): 825 – 853.
 50. Vissing – Jorgensen, A. 2004. "Perspectives on Behavioral Finance: Does 'Irrationality' Disappear with Wealth? Evidence from Expectations and Actions." In *NBER Macroeconomics Annual 2003*, 18(7), ed. Mark Gertler and Kenneth Rogoff, 139 – 208. Cambridge MA: MIT Press.
 51. Yao, R., and H. H. Zhang. 2005. "Optimal Consumption and Portfolio Choices with Risky Housing and Borrowing Constraints." *Review of Financial Studies*, 18(4): 197 – 239.

Review of Stock Market Limited Participation Puzzle

Yin Zhichao and Huang Qian

(The School of Finance, Southwestern University of Finance and Economics)

Abstract: Limited participation of the stock market is one of the key problems of the household portfolio choice in finance. The study on the issue has important academic value for deepening the research of equity premium theory and the savings investment theory, and has guiding significance for government in formulating related financial policies. Traditional portfolio choice theory holds that all investors will invest all of the stocks by using a certain percentage of their wealth. But the phenomenon that many households do not participate in the stock market and the lack of portfolio dispersion challenge the traditional theory. This paper reviews the literature about the stock market limited participation from the trade friction, human capital, real estate investment, enterprise assets, demographic characteristics, psychological characteristics and so on. The paper reviews the newest research status and progress of this field, and puts forward to the further study in the field.

Key Words: Limited Participation; Portfolio; Risk

JEL Classification: G11, G12, G14

(责任编辑:陈永清)