

金融素养、投资者权益保护与证券投资行为

西南财经大学宋全云课题组*

摘要:投资者金融素养的缺乏不仅会导致强烈的投机心理和非理性投资行为,也使其权益保护意识薄弱。本报告基于《股东来了》参赛者的问卷调查数据,针对我国证券投资者的金融素养、证券投资行为和权益保护行为展开研究。研究发现,我国证券投资者的主观金融素养并不高,分散投资意识尚可,大部分投资者以短线投资为主。同时,我国证券投资者的维权意识不强,仍有超过一半的证券投资者认为缺少股东权益维护途径,有超过一半的投资者没有参加过股东大会。实证分析发现,金融素养有助于从股票投资多样性、基金投资和持股时长等方面改善我国投资者的证券投资行为,且金融素养的提高也有助于显著增强投资者的权益保护意识,表现为金融素养越好的投资者参加股东大会并投票的可能性也越高。最后,研究发现,投资者权益保护意识的提升也有助于改善其证券投资行为。基于以上分析,报告研究认为,我国政府部门和相关机构应推动投资者教育以引导中小投资者合理参与证券市场投资。同时,投资者教育工作的开展应注意群体针对性,并积极配合问卷调查以优化投资者教育模式、提升培训教育效果。

关键词:中小投资者 金融素养 投资行为 权益保护

一、引言

随着居民财富水平的增加及新媒体平台对投资理财观念宣传的大力推动,越来越多的投资者进入资本市场,以期通过证券投资获得投资性收益,这使我国中小投资

* 课题组负责人:宋全云,副教授、博士研究生导师。课题组成员:段一帆,硕士研究生;汪璐,硕士研究生;穆迪,硕士研究生。

者数量不断增加。中国证券登记结算有限公司数据显示,截至 2021 年 8 月,我国证券市场中小投资者数量达到了 1.9 亿人,持股市值在 50 万元以下的中小投资者占比达 97%。中小投资者数量多、占比大、交易活跃,是我国资本市场投资者的核心组成部分。因此,加强对中小投资者权益保护对推动资本市场的稳定运行和健康发展具有重要意义。

投资者保护需要政府、企业和投资者多方合力。在投资者层面,要持续加强投资者教育,以提升权益保护意识,帮助投资者树立正确的投资理念和风险防范意识。然而,目前我国中小投资者金融素养普遍较低。投资者金融素养的缺乏不仅会导致强烈的投机心理和非理性投资行为,使其成为证券市场博弈的“牺牲品”,也导致投资者自身权益容易受到侵害。

二、我国证券投资者的金融素养、投资行为和权益保护现状分析

本部分将结合《股东来了》的问卷调查数据对我国证券投资者的金融素养、证券投资行为和投资者权益保护的现状展开分析。

(一)我国证券投资者的金融素养现状分析

首先,分析我国证券投资者的金融素养现状。调查问卷中设计了“您觉得自己的金融素养超过了百分之多少的投资者? a. 超过不足 25%, b. 超过 26% ~ 50%, c. 超过 51% ~ 75%, d. 超过 76%”。该问题询问的是受访者自我评价的(self-reported)金融素养,可以反映投资者的主观金融素养情况。根据受访者的回答情况可以看出,大部分投资者认为自己的主观金融素养并不高。其中,有 42.51% 的受访者认为自己的金融素养仅超过不足 25% 的投资者,33.79% 的受访者认为自己的金融素养超过了 26% ~ 50% 的受访者(见图 1)。

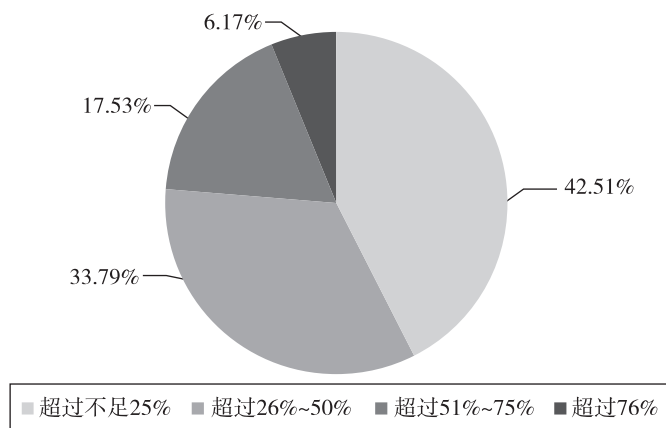


图1 我国证券投资者的主观金融素养情况分析

（二）我国证券投资者的证券投资行为分析

1. 投资股票只数分析

首先,图2分析了我国证券投资者投资股票支数的总体情况。从分析结果来看,我国证券投资者投资股票只数为1只、2~3只、4~5只、6~8只和8只以上的比例分别为22.36%、39.87%、22.98%、9.17%和5.61%。这表明,一方面,我国证券投资者的风险分散投资意识尚可,仅有不足1/4的证券投资者只投资于1只股票;另一方面,我国证券投资者的投资组合分散性有进一步提升的空间,有近40%的证券投资者投资于2只至3只股票,可能尚不能达到很好的风险分散效果。

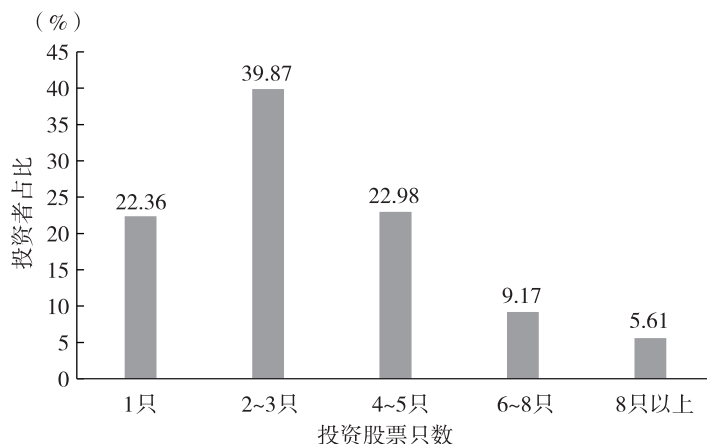


图2 我国证券投资者的投资股票只数分布

2. 基金投资占比情况分析

与直接投资于股票相比,基金具有投资组合的特点,能够更好地分散投资风险,

且投资者也更可能获得更高的收益。因此,基金投资比例的高低在一定程度上可以反映出证券投资者的风险分散意识和投资组合多样性水平。本次《股东来了》问卷中设计了“您在基金和股票的资金分配比重为多少?”这一问题,以考察我国证券投资者对股票和基金的投资偏好。从数据分析结果可以看出(如图 3 所示),我国有近 1/5 的证券投资者没有投资基金。投资组合中基金占比在 30% 及以内的投资者占比为 55.27%。这表明,我国大部分投资者是以股票投资为主,对基金的投资相对较少。

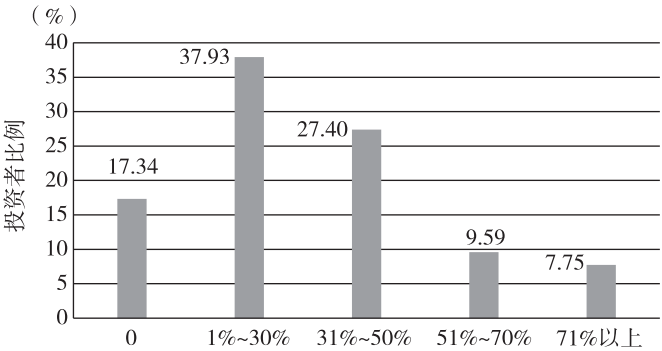


图 3 证券投资者基金投资占比的总体情况分析

3. 持股时间的基本情况分析

持股时间的延长有助于提高投资者的证券投资收益。本次《股东来了》问卷中设计了“以往在投资股票时,您的平均持股时长是几个月”这一问题,以考察我国证券投资者的持股时长。从图 4 中数据分析结果可以看出,我国有近 1/3 的证券投资者的持股时间在 1 个月(含)以内,持股时间在 6 个月及以内的投资者占比 65.09%。这表明,我国大部分投资者是以短线投资为主,中长线投资相对较少。

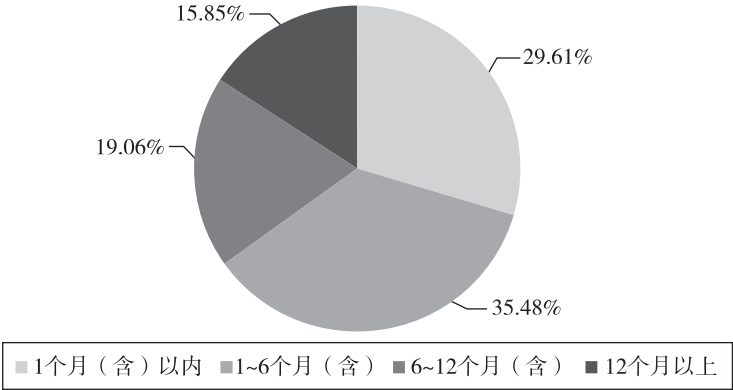


图 4 证券投资者持股时长的总体情况分析

(三)我国证券投资者的权益保护现状分析

1. 我国证券投资者当前股东大会参与情况分析

图5分析了我国证券投资者过去两年股东大会的参与情况。从数据分析结果可以看出,我国有超过一半的证券投资者没有参加过股东大会,比例为57.82%。同时,还有22.54%的证券投资者虽然参加过股东大会,但没有参与投票。仅有不足1/5的证券投资者参加了股东大会并进行投票。

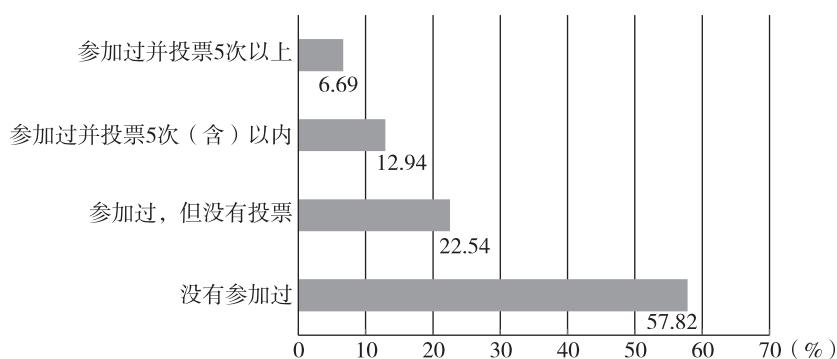


图5 证券投资者过去两年股东大会参与情况

2. 我国证券投资者主观评价的投资者保护水平现状分析

问卷中设计了“当股东权益受到侵害时,个人小股东缺少诉讼途径,基本无能为力。您是否同意以上叙述? a. 非常不同意, b. 比较不同意, c. 比较同意, d. 非常同意”这一问题以考察证券投资者对我国投资者权益保护现状的主观评价。从数据分析结果来看(见图6),回答非常不同意和比较不同意的投资者占比分别为22.69%和24.89%。这意味着,整体而言,我国有47.58%的证券投资者认为,个人小股东并不缺少股东权益维护诉讼途径。然而,需要注意的是,我国仍有超过一半的证券投资者认为缺少股东权益维护途径,针对这一问题,回答比较同意和非常同意的投资者占比为36.35%和16.07%。这表明,我国证券投资者主观认知的股东权益维护途径整体状态仍有较大的发展空间。

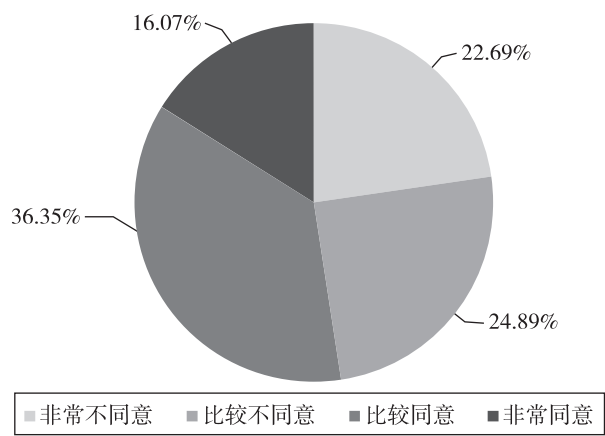


图 6 我国证券投资者主观认知的投资者保护水平

3. 我国证券投资者的权益宣传活动形式偏好分析

图 7 对我国证券投资者对于投资者权益保护宣传活动形式的偏好展开分析。从数据分析结果来看,我国证券投资者主要偏好的权益宣传活动形式依次为现场讲座(51.42%)、互动式答题活动(51.15%)、网络课堂(49.58%)和电视、广播、宣传短视频等多媒体(47.12%),而对报纸、杂志等纸媒的偏好较低。然而,需要注意的是,仍有近 1/4 的证券投资者偏好报纸、杂志等纸媒这一宣传渠道。因此,我国相关部分在开展权益宣传活动的时候应根据活动参与对象,有针对性地开展不同形式的权益宣传活动。

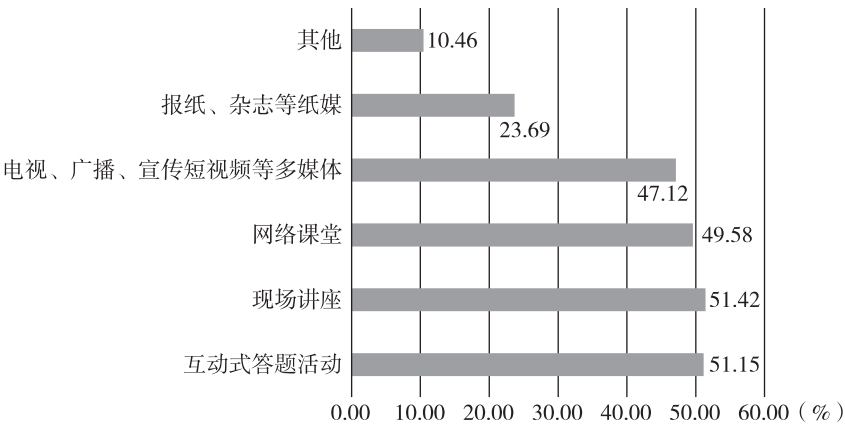


图 7 我国证券投资者的权益宣传活动形式偏好

三、金融素养对证券投资行为影响的实证分析

(一) 数据与变量说明

1. 数据说明

本部分将进一步使用计量经济学模型从金融素养与证券投资行为、金融素养与投资者权益保护和权益保护与证券投资行为等方面展开分析。本部分分析使用的数据来自《股东来了》投资者问卷调查数据,样本涵盖了全国31个省(自治区或直辖市)的10万多名投资者,具有代表性,这也使基于该数据的分析结论可以推广。

2. 变量界定

(1)被解释变量。该部分旨在分析金融素养对投资者证券投资行为的影响,故选取了问卷中关于投资股票只数、投资中基金投资占比和持股时长的相关问题作为投资者证券投资行为的衡量。首先,是投资股票只数,该变量可一定程度上反映投资者股票投资组合的多样性。按照问卷中“平均而言,您持有的个股数为几只? a. 1只, b. 2~3只, c. 4~5只, d. 6~8只, e. 8只以上”这一问题,定义了取值为1至5的有序离散变量,数值越大,代表投资者投资的股票只数越多,这也意味着投资者的股票投资组合越具有分散性。此外,考虑相对投资多只股票而言,投资者仅投资一只股票的投资组合多样性更差,因此还定义了“仅投资1只股票”的虚拟变量作为投资者股票投资组合多样性的替代性衡量。其次,是基金投资占比。问卷中设计了“您在基金和股票的资金分配比重为:基金占比多少? a. 0, b. 1%~30%, c. 31%~50%, d. 51%~70%, e. 71%以上”这一问题以考察投资者的基金投资情况,依据受访者的回答,本报告中定义了取值为1至5的有序离散变量,该变量取值越大,代表投资者在基金上的资金配置比重也越高。最后,是持股时长。问卷中设计了“以往在投资股票时,您的平均持股时长是几个月? a. 1个月(含)以内, b. 1个月~6个月(含), c. 6个月~12个月(含), d. 12个月以上”这一问题,依据这一问题,本报告也定义了一个取值为1至4的有序离散变量,取值越大,代表投资者的平均持股时间越长。

(2)关注变量:金融素养。《股东来了》问卷设计了“您认为自己的金融素养如何?”这一问题,这一问题反映的是投资者自我评价的金融素养,也可称之为“主观金融素养”。依据受访者的回答情况,定义了“超过了不足25%的投资者”“超过了26%~50%的投资者”“超过了51%~75%的投资者”和“超过了76%的投资者”四

个虚拟变量,并以“超过了不足25%的投资者”作为参照组,在回归分析中加入了“超过了26%~50%的投资者”、“超过了51%~75%的投资者”和“超过了76%的投资者”三个虚拟变量。

(3)控制变量。基于数据可得性,实证分析中控制了投资者的个体特征、就业情况和资产规模。首先,投资者的个体特征包括年龄及其平方项、性别(取值为1代表男性,取值为0代表女性)和受教育水平(中专及本科、研究生及以上)。其次,投资者的就业情况包括就业状态(学生、在职、自由职业或退休)和身份(金融从业人员或非金融从业人员)两个变量。最后,投资者的资产规模按照答题者统计数据划分为资产规模为0元至50万元和资产规模在50万元及以上两组。此外,考虑不同地区投资者证券投资行为的差异性,实证分析中均加入了省份虚拟变量予以控制。

(二)实证结果分析

1. 金融素养与股票投资多样性

本部分分析金融素养对股票投资多样性的影响。首先,以是否仅投资1只股票作为股票投资多样性的衡量。由于是否仅投资1只股票是取值为0和1的虚拟变量,故使用“Probit模型”进行估计。具体模型设定如下:

$$Y_i^* = \beta_0 + \beta_1 * Sub_FL_i + Z_i' \beta_2 + \mu_i + \varepsilon \quad (1)$$

(1)式中, $Y_i^* = (Y_i^* > 0)$, Y_i^* 为取值为0和1的虚拟变量,等于1表示投资者仅投资了一只股票,否则为0。 Y_i^* 为相应的潜变量(Latent Variable); Sub_FL_i 表示投资者*i*的主观金融素养, Z_i 为包括证券投资者的个体特征变量、就业状态、资产规模和省份固定效应等在内的控制变量。 μ_i 代表不可观测的因素的汇总,是服从标准正态分布且独立同分布的随机误差项。

表1报告了以是否仅投资一只股票作为被解释变量的“Probit模型”估计结果,表中汇报的是“Probit模型”估计的边际效应。第(1)列报告的是没有加入主观金融素养的估计结果,以分析何种类型的证券投资者更可能投资于单只股票。从估计结果来看,年龄与单只股票投资呈“U”形关系,这表明,随着年龄的增加,证券投资者投资单只股票的可能性先下降后上升。与中年证券投资者相比,青年证券投资者和老年证券投资者更可能投资于单只股票。男性的边际效应显著为负,这表明,与女性证券投资者相比,男性证券投资者投资于单只股票的可能性显著更低。专科或本科、研究生及以上的边际效应均显著为负,这表明,与受教育水平为高中及以下的证券投资者相比,更高受教育水平的证券投资者投资于单只股票的可能性显著更低。也就是

说,随着受教育水平的提高,证券投资者投资单只股票的可能性显著下降。从资产规模来看,与资产规模在0元至50万元的证券投资者相比,资产规模在50万元及以上的证券投资者投资于单只股票的可能性显著更低。这表明,资产水平的提高显著降低了证券投资者单只股票投资的可能性。也就是说,更高水平的资产规模有助于投资者更好地进行多样化投资,实现投资组合的多元化。最后,与非金融从业人员相比,金融从业人员投资于单只股票的可能性也显著更低。这可能与金融从业人员具有更好的金融素养有关。

第(2)列加入了主观金融素养变量,但没有控制投资者的教育水平。这是因为,受教育水平与金融素养较相近。从结果可以看出,认为自身金融素养超过26%~50%的投资者、自身金融素养超过51%~75%的投资者和认为自身金融素养超过76%的投资者的边际效应均在1%水平上显著为负。其中,认为自身金融素养超过51%~75%的投资者投资于单只股票的可能性最低,其次为认为自身金融素养超过26%~50%的证券投资者,再次为认为自身金融素养超过76%的投资者。这表明,与认为自身金融素养超过26%~50%的投资者的证券投资者相比,主观金融素养越高的证券投资者投资于单只股票的可能性显著更低。这在一定程度上说明,在不控制证券投资者受教育水平的情况下,金融素养的提高有助于降低投资者投资单只股票的可能性,促进投资者更加注重多元化投资。第(3)列进一步加入了受教育水平变量。从估计结果可以看出,代表受教育水平的两个虚拟变量的边际效应均在1%水平上显著为负。重要的是,可以发现,在控制了证券投资者的受教育水平后,主观金融素养变量的边际效应均仍在1%水平上显著为负,边际效应较低,第(2)列中略有下降,但变化不大。这表明,即使在控制证券投资者受教育水平后,主观金融素养对证券投资者单只股票投资的影响仍然显著为负。

表1 金融素养与单只股票投资:“Probit 模型”

变量	(1)全样本	(2)全样本	(3)全样本
超过 26% ~50% 的投资者	—	-0.1915 *** (0.0026)	-0.1887 *** (0.0026)
超过 51% ~75% 的投资者	—	-0.2236 *** (0.0039)	-0.2215 *** (0.0039)
超过 76% 的投资者	—	-0.1521 *** (0.0054)	-0.1512 *** (0.0054)

续表

变量	(1) 全样本	(2) 全样本	(3) 全样本
年龄	-0.0178 *** (0.0007)	-0.0165 *** (0.0007)	-0.0161 *** (0.0007)
年龄平方/100	0.0193 *** (0.0009)	0.0188 *** (0.0009)	0.0176 *** (0.0009)
男性	-0.0983 *** (0.0024)	-0.0742 *** (0.0023)	-0.0797 *** (0.0023)
专科或本科	-0.0683 *** (0.0027)	—	-0.0628 *** (0.0026)
研究生及以上	-0.1251 *** (0.0054)	—	-0.1066 *** (0.0052)
就业状态 = 学生	0.0791 *** (0.0074)	0.0916 *** (0.0071)	0.0832 *** (0.0071)
就业状态 = 在职	0.1297 *** (0.0069)	0.1158 *** (0.0066)	0.1205 *** (0.0066)
就业状态 = 自由职业	0.0687 *** (0.0070)	0.0747 *** (0.0068)	0.0648 *** (0.0068)
资产规模(50 万及以上)	-0.2009 *** (0.0040)	-0.1756 *** (0.0039)	-0.1568 *** (0.0040)
金融从业人员	-0.0521 *** (0.0039)	-0.0111 *** (0.0038)	0.0029 (0.0038)
省份固定效应	控制	控制	控制
样本量	107, 583	107, 560	107, 560

注:表中报告的是“Probit 模型”的边际效应,括号中报告的是稳健标准误,***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平下显著。

接下来,以证券投资者回答的股票投资只数选项作为被解释变量进行分析。根据变量设定,这里的股票投资只数是取值为 1~5 的有序离散变量,取值越大,代表证券投资者投资的股票只数越多。因此,这里使用“Ordered Probit 模型”,即有序离散选择模型分析主观金融素养对股票投资多样性的影响。具体模型设定如下:

$$Stock_number = \beta_0 + \beta_1 Su b_{FL} + \gamma X + \varepsilon \tag{2}$$

其中, $Stock_number$ * 代表证券投资者的股票投资只数回答选项,为取值 1 到 5 的

离散变量,1 表示仅投资 1 只股票,5 表示投资 8 只以上股票。*Stock_number* * 低于临界值 *c1* 时,证券投资者仅投资 1 只股票;高于临界值 *c1* 但低于临界值 *c2* 时,证券投资者投资 2~3 只股票;以此类推,当高于临界值 *c4* 时,证券投资者投资 8 只以上股票。依据上述分布,构造投资者对每一种回答的似然函数,并采用最大似然估计法进行模型估计。

表 2 报告了“Ordered Probit 模型”的估计结果。从第(1)列结果可以发现,在控制其他变量的情况下,代表主观金融素养的三个虚拟变量的估计系数均在 1% 水平上显著为正,且“超过 26%~50% 的投资者”、“超过 51%~75% 的投资者”和“超过 76% 的投资者”的估计系数分别为 0.5230、0.6254 和 0.9946。这表明,随着主观金融素养的提高,投资者投资的股票只数也会越多。也就是说,金融素养有助于促进投资者投资于多只股票,从而有助于实现投资组合的多元化。考虑到股票投资只数并不是代表真正投资的股票数量,而只是指代股票投资只数多少的有序离散变量。表 2 中的第(3)列至第(7)列依次汇报了投资者选择各选项的边际效应。从边际效应结果来看,主观金融素养对“仅投资 1 只股票”和“投资 2~3 只股票”的边际影响在 1% 水平上显著为负,对“投资 4~5 只股票”、“投资 6~8 只股票”和“投资 8 只以上股票”的边际影响在 1% 水平上显著为正。这表明,主观金融素养显著降低了投资者回答“仅投资 1 只股票”和“投资 2~3 只股票”的可能性,并显著增加了投资者投于多只股票的可能性。

表 2 金融素养与投资股票只数:“Ordered Probit 模型”

变量	(1) 股票投资只数	(2) 仅 1 只	(3) 2~3 只	(4) 4~5 只	(5) 6~8 只	(6) 8 只以上
超过 26%~50% 的投资者	0.5230*** (0.0078)	-0.1424*** (0.0021)	-0.0370*** (0.0007)	0.0700*** (0.0011)	0.0546*** (0.0009)	0.0548*** (0.0009)
超过 51%~75% 的投资者	0.6254*** (0.0101)	-0.1703*** (0.0027)	-0.0443*** (0.0009)	0.0837*** (0.0014)	0.0653*** (0.0012)	0.0655*** (0.0012)
超过 76% 的投资者	0.9946*** (0.0178)	-0.2708*** (0.0048)	-0.0704*** (0.0016)	0.1332*** (0.0024)	0.1039*** (0.0020)	0.1042*** (0.0021)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
省份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制

续表

变量	(1) 股票投资只数	(2) 仅 1 只	(3) 2 ~ 3 只	(4) 4 ~ 5 只	(5) 6 ~ 8 只	(6) 8 只以上
样本量	107, 562	107, 562	107, 562	107, 562	107, 562	107, 562

注:表中第(2)列至第(6)列报告的是“Ordered Probit 模型”的边际效应,括号中报告的是稳健标准误,***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平下显著。

2. 金融素养与基金投资

与股票相比,基金投资门槛更低、投资更具有分散性。因此,基金投资占比的多少一定程度上可以反映投资者投资组合的多样性水平。这里基金投资占比是取值为 1 ~ 5 的有序离散变量,故采用“Ordered Probit 模型”进行分析。从第(1)列结果可以发现,在控制其他变量的情况下,代表主观金融素养的三个虚拟变量的估计系数均在 1% 水平上显著为正,且“超过 26% ~ 50% 的投资者”“超过 51% ~ 75% 的投资者”“超过 76% 的投资者”的估计系数分别为 0.4161、0.7133 和 0.9874。这表明,随着主观金融素养的提高,投资者会将更多的资金配置于基金而不是股票。也就是说,金融素养有助于促进投资者投资于更具有分散性的基金,从而有助于提升投资者投资组合的多样性,降低投资者的投资风险。同样,这里的基金占比并不是代表真正基金的资金配置比重,而只是指代基金投资多少的有序离散变量。表 3 中的第(3)列至第(7)列依次汇报了投资者选择各选项的边际效应。从边际效应结果来看,主观金融素养对“基金投资为 0”和“基金投资占比 1% ~ 30%”的边际影响在 1% 水平上显著为负,对“基金投资占比 31% ~ 50%”、“基金投资占比 51% ~ 70%”和“基金投资占比 70% 以上”的边际影响在 1% 水平上显著为正。这表明,主观金融素养不仅显著降低了投资者不参与基金投资的可能性,也显著提高了投资者在基金上的资金配置比重。

表 3 金融素养与基金占比:“Ordered Probit 模型”

变量	(1) 基金占比	(2) 基金投资为 0	(3) 基金占比 1% ~ 30%	(4) 基金占比 31% ~ 50%	(5) 基金占比 51% ~ 70%	(6) 基金占比 70% 以上
超过 26% ~ 50% 的投资者	0.4161 *** (0.0078)	-0.0985 *** (0.0019)	-0.0525 *** (0.0010)	0.0545 *** (0.0011)	0.0405 *** (0.0008)	0.0560 *** (0.0011)

续表

变量	(1) 基金占比	(2) 基金投资为 0	(3) 基金占比 1% ~ 30%	(4) 基金占比 31% ~ 50%	(5) 基金占比 51% ~ 70%	(6) 基金占比 70% 以上
超过 51% ~ 75% 的投资者	0.7133 *** (0.0099)	-0.1688 *** (0.0024)	-0.0900 *** (0.0013)	0.0934 *** (0.0014)	0.0695 *** (0.0011)	0.0960 *** (0.0014)
超过 76% 的投资者	0.9874 *** (0.0180)	-0.2337 *** (0.0042)	-0.1247 *** (0.0024)	0.1293 *** (0.0024)	0.0962 *** (0.0019)	0.1329 *** (0.0026)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
省份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	107, 562	107, 562	107, 562	107, 562	107, 562	107, 562

注:表中第(2)列至第(6)列报告的是“Ordered Probit 模型”的边际效应,括号中报告的是稳健标准误,***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平下显著。

3. 金融素养与持股时长

一般而言,持股时间越短,投资者的平均收益率也会越低。因此,持股时长一定程度上也可以揭示证券投资者投资收益的高低。这里持股时长是取值为 1~4 的有序离散变量,取值越大,代表投资者的持股时间越长,故采用“Ordered Probit 模型”进行分析。从第(1)列结果可以发现,在控制其他变量的情况下,代表主观金融素养的 3 个虚拟变量的估计系数均在 1% 水平上显著为正,且“超过 26% ~ 50% 的投资者”“超过 51% ~ 75% 的投资者”“超过 76% 的投资者”的估计系数分别为 0.4039、0.6402 和 1.0062。这表明,随着主观金融素养的提高,投资者的持股时间也会越长。也就是说,金融素养的提高有助于促进投资者延长股票持有时间,从而有助于提升投资者的证券投资收益。类似地,这里的持股时长并不是代表真正持股时间,而只是指代持股时间长短的有序离散变量。表 4 中的第(3)列至第(6)列依次汇报了投资者选择各选项的边际效应。从边际效应结果来看,主观金融素养对持股时间在“1 个月及以内”和“1~6 个月(含)”的边际影响在 1% 水平上显著为负,对持股时间在“6~12 个月(含)”和“12 个月以上”的边际影响在 1% 水平上显著为正。这表明,主观金融素养显著降低了投资者持股时间在 6 个月及以内的可能性,其中,对投资者持股时间在 1 个月及以内的降低作用更为明显。同时,金融素养还显著提高了投资者持股

时间在 6 个月及以上的可能性。

表 4 金融素养与持股时长:“Ordered Probit 模型”

变量	(1) 持股时长	(2) 1 个月及以内	(3) 1 ~ 6 个月 (含)	(4) 6 ~ 12 个月 (含)	(5) 12 个月以上
超过 26% ~ 50% 的 投资者	0. 4039 *** (0. 0080)	-0. 1279 *** (0. 0025)	-0. 0080 *** (0. 0004)	0. 0466 *** (0. 0010)	0. 0893 *** (0. 0017)
超过 51% ~ 75% 的 投资者	0. 6402 *** (0. 0099)	-0. 2027 *** (0. 0031)	-0. 0127 *** (0. 0006)	0. 0738 *** (0. 0012)	0. 1416 *** (0. 0021)
超过 76% 的投资者	1. 0062 *** (0. 0179)	-0. 3186 *** (0. 0055)	-0. 0200 *** (0. 0010)	0. 1160 *** (0. 0021)	0. 2226 *** (0. 0039)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
省份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	107, 562	107, 562	107, 562	107, 562	107, 562

注:表中第(3)列至第(6)列报告的是“Ordered Probit 模型”的边际效应,括号中报告的是稳健标准误,***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平下显著。

四、金融素养对投资者权益保护行为的影响分析

(一)金融素养与股东大会参与

参与股东大会是投资者维护自身权益的一种表现。根据问卷中问题,本报告定义了股东大会参与情况这一变量以反映投资者的权益保护行为。股东大会参与情况是取值为 1 ~ 4 的有序离散变量,取值越大,代表投资者越可能参与股东大会并投票。以股东大会参与情况作为被解释变量,这里使用“Ordered Probit 模型”分析了金融素养对投资者权益保护行为的影响,估计结果报告于表 5。从结果可以看出,随着证券投资者主观金融素养的提高,其股东大会参与情况越好。这表明,投资者金融素养的提高有助于提高其权益保护意识。表 5 中的第(2)列至第(5)列分别报告了金融素养对投资者选择各选项的边际影响。从估计结果可以看出,金融素养显著降低了投资者选择“没有参加过”“参加过,但没有投票”的可能性,同时显著增加了投资者选择“参加过并投票 5 次(含)以内”和“参加过并投票 5 次以上”的可能性。也就是说,金融素养显著增加了投资者参加股东大会并投票的可能性。

表 5 金融素养与股东大会参与情况

变量	(1) 股东大会 参与情况	(2) 没有参加过	(3) 参加过,但 没有投票	(4) 参加过并投票 5次(含)以内	(5) 参加过并投票 5次以上
超过 26% ~ 50% 的投资者	0.1491 *** (0.0076)	-0.0487 *** (0.0025)	-0.0056 *** (0.0003)	0.0195 *** (0.0010)	0.0347 *** (0.0017)
超过 51% ~ 75% 的投资者	0.0325 *** (0.0101)	-0.0106 *** (0.0033)	-0.0012 *** (0.0004)	0.0043 *** (0.0013)	0.0076 *** (0.0023)
超过 76% 的投 资者	0.4706 *** (0.0160)	-0.1535 *** (0.0052)	-0.0177 *** (0.0008)	0.0616 *** (0.0021)	0.1096 *** (0.0037)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
省份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	107, 562	107, 562	107, 562	107, 562	107, 562

注:表中第(2)列至第(5)列报告的是“Ordered Probit 模型”的边际效应,括号中报告的是稳健标准误,***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平下显著。

(二)金融素养与主观评价的投资者保护水平

问卷还设计了“当股东权益受到侵害时,个人小股东缺少诉讼途径,基本无能为力。您是否同意以上叙述? a. 非常不同意,b. 比较不同意,c. 比较同意,d. 非常同意”这一问题以询问投资者对我国投资者保护水平的评价。如表 6 所示,回答“非常同意”,代表受访者对我国投资者权益保护水平评价较低;反之,回答“非常不同意”,则代表受访者对我国投资者权益保护水平评价较高;本报告依据受访者的回答情况定义了一个取值为 1(非常同意)至 4(非常不同意)的有序离散变量以反映投资者主观评价的权益保护水平,取值越大,代表投资者认为我国的投资者权益保护水平越高。从估计结果来看,金融素养越好的投资者对我国投资者权益保护水平的评价反而越低,这表明,我国投资者权益保护工作还有很大的发展空间。

表 6 金融素养与主观评价的投资者保护水平

变量	(1) 权益保护 水平评价	(2) 非常同意	(3) 比较同意	(4) 比较不同意	(5) 非常不同意
超过 26% ~ 50% 的投资者	-0.0445 *** (0.0077)	0.0105 *** (0.0018)	0.0067 *** (0.0012)	-0.0041 *** (0.0007)	-0.0130 *** (0.0023)

续表

变量	(1) 权益保护 水平评价	(2) 非常同意	(3) 比较同意	(4) 比较不同意	(5) 非常不同意
超过 51% ~ 75% 的投资者	-0.1153 *** (0.0098)	0.0272 *** (0.0023)	0.0174 *** (0.0015)	-0.0107 *** (0.0009)	-0.0338 *** (0.0029)
超过 76% 的投资者	-0.4195 *** (0.0182)	0.0988 *** (0.0043)	0.0632 *** (0.0027)	-0.0391 *** (0.0017)	-0.1229 *** (0.0053)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
省份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	107, 562	107, 562	107, 562	107, 562	107, 562

注:表中第(2)列至第(5)列报告的是“Ordered Probit 模型”的边际效应,括号中报告的是稳健标准误,***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平下显著。

五、投资者权益保护与证券投资

(一) 投资者权益保护与股票投资只数

该部分进一步分析投资者的权益保护意识对其股票投资行为的影响。这里以投资者的股东大会参与情况作为投资者权益保护意识的衡量,如果投资者参加股东大会并投票则认为其权益保护意识越好。首先,分析权益保护意识对股票投资只数的影响。从表 7 中第(1)列的“Ordered Probit 模型”估计结果可以看出,“参加过,但没有投票”“参加过并投票 5 次(含)以内”“参加过并投票 5 次以上”的估计系数均在 1% 水平上显著为正。这表明,与没有参加过股东大会的投资者相比,参加过股东大会(投票或未投票)的投资者投资的股票只数也会越多。这表明,权益保护意识的提高有助于提升投资者的多元化投资意识,提高其股票投资组合的多样性水平。第(2)列至第(6)列的边际效应分析结果表明,与没有参加过股东大会的投资者相比,参加过股东大会(投票或未投票)的投资者仅投资于 1 只股票或投资 2 ~ 3 只股票的可能性显著降低,而其投资于 4 只及以上股票的可能性则显著增加,进一步验证了投资者权益保护意识对其股票投资行为的改善作用。

表 7 投资者权益保护与股票投资只数

变量	(1) 股票投 资只数	(2) 仅 1 只	(3) 2 ~ 3 只	(4) 4 ~ 5 只	(5) 6 ~ 8 只	(6) 8 只以上
参加过, 但没有投票	0.7326 *** (0.0087)	-0.1957 *** (0.0022)	-0.0540 *** (0.0010)	0.0981 *** (0.0013)	0.0740 *** (0.0011)	0.0776 *** (0.0011)
参加过并 投票 5 次 (含)以内	0.8426 *** (0.0105)	-0.2251 *** (0.0026)	-0.0621 *** (0.0012)	0.1128 *** (0.0015)	0.0851 *** (0.0013)	0.0893 *** (0.0013)
参加过并 投票 5 次 以上	0.5046 *** (0.0127)	-0.1348 *** (0.0033)	-0.0372 *** (0.0011)	0.0676 *** (0.0017)	0.0510 *** (0.0014)	0.0535 *** (0.0015)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
省份固定 效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	107, 585	107, 585	107, 585	107, 585	107, 585	107, 585

注:表中第(2)列至第(6)列报告的是“Ordered Probit 模型”的边际效应,括号中报告的是稳健标准误,***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平下显著。

(二)投资者权益保护与基金投资

接下来,分析投资者权益保护对基金投资的影响。从表 8 中的估计结果可以看出,“参加过,但没有投票”“参加过并投票 5 次(含)以内”“参加过并投票 5 次以上”的估计系数均在 1% 水平上显著为正。这表明,与没有参加过股东大会的投资者相比,参加过股东大会(投票或未投票)的投资者将资金配置到基金的比例也会越高。第(2)列至第(6)列的边际效应分析结果表明,与没有参加过股东大会的投资者相比,参加过股东大会(投票或未投票)的投资者的基金投资占比在 30% 及以内的可能性显著降低,而其基金投资比重在 31% 及以上的可能性则显著增加,进一步验证了投资者权益保护意识对其基金投资的促进作用。

表 8 投资者权益保护与基金投资

变量	(1) 基金投资 占比	(2) 基金投资 为 0	(3) 基金占比 1% ~ 30%	(4) 基金占比 31% ~ 50%	(5) 基金占比 51% ~ 70%	(6) 基金占比 70% 以上
参加过, 但没有 投票	0.2758 *** (0.0080)	-0.0654 *** (0.0019)	-0.0348 *** (0.0010)	0.0365 *** (0.0011)	0.0271 *** (0.0008)	0.0366 *** (0.0011)
参加过并 投票 5 次 (含)以内	0.8682 *** (0.0098)	-0.2059 *** (0.0024)	-0.1095 *** (0.0014)	0.1150 *** (0.0014)	0.0852 *** (0.0012)	0.1152 *** (0.0015)
参加过并 投票 5 次 以上	0.3320 *** (0.0128)	-0.0787 *** (0.0030)	-0.0419 *** (0.0017)	0.0440 *** (0.0017)	0.0326 *** (0.0013)	0.0440 *** (0.0018)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
省份固定 效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	107,585	107,585	107,585	107,585	107,585	107,585

注:表中第(2)列至第(6)列报告的是“Ordered Probit 模型”的边际效应,括号中报告的是稳健标准误,***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平下显著。

(三)投资者权益保护与持股时间

最后,分析投资者权益保护意识对其持股时长的影响。从表 9 中的估计结果可以看出,“参加过,但没有投票”“参加过并投票 5 次(含)以内”“参加过并投票 5 次以上”的估计系数均在 1% 水平上显著为正。这表明,与没有参加过股东大会的投资者相比,参加过股东大会(投票或未投票)的投资者的持股时间也会越长。第(2)列至第(5)列的边际效应分析结果表明,与没有参加过股东大会的投资者相比,参加过股东大会(投票或未投票)的投资者的持股时长为 1 个月及以内或 1 个月至 6 个月(含)的可能性显著降低,而持股时长为 6 个月至 12 个月(含)或 12 个月以上的可能性则显著增加,这表明,投资者权益保护意识的提升也有助于增加其持股时长,从而有助于提升其投资收益。

表9 投资者权益保护与持股时间

变量	(1) 持股时长	(2) 1个月及以内	(3) 1~6个月(含)	(4) 6~12个月(含)	(5) 12个月以上
参加过,但没有投票	0.3914*** (0.0087)	-0.1248*** (0.0027)	-0.0089*** (0.0004)	0.0458*** (0.0011)	0.0878*** (0.0019)
参加过并投票5次(含)以内	0.6575*** (0.0101)	-0.2096*** (0.0031)	-0.0149*** (0.0007)	0.0770*** (0.0013)	0.1475*** (0.0022)
参加过并投票5次以上	0.5044*** (0.0124)	-0.1608*** (0.0039)	-0.0114*** (0.0006)	0.0591*** (0.0015)	0.1131*** (0.0028)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
省份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	107,585	107,585	107,585	107,585	107,585

注:表中第(2)列至第(5)列报告的是“Ordered Probit 模型”的边际效应,括号中报告的是稳健标准误,***、**、* 分别表示在1%、5%、10%水平下显著。

六、研究结论与建议

基于《股东来了》参赛者的问卷调查数据,本报告对我国证券投资者的金融素养、证券投资行为和权益保护行为展开统计分析,并实证分析了金融素养对证券投资行为和权益保护行为的影响,以及权益保护意识对证券投资行为的影响。

首先,统计分析发现:(1)我国证券投资者的主观金融素养并不高。整体而言,仅有不足1/4的投资者认为自己的金融素养超过了一半的投资者。(2)我国证券投资者的分散投资意识尚可,仅有不足1/4的证券投资者只投资于1只股票;从基金投资情况来看,我国有近1/5的证券投资者没有投资基金;从持股时长来看,我国大部分投资者是以短线投资为主,中长线投资相对较少。(3)我国证券投资者的维权意识不强,有超过一半的投资者没有参加过股东大会,超过一半的证券投资者认为缺少股东权益维护途径。实证分析发现:金融素养不仅有助于改善我国投资者的证券投资行为,也显著提升了投资者的权益保护意识。同时,投资者权益保护意识的提升也有助于改善其证券投资行为。

基于以上分析,报告研究提出以下相关政策建议:

第一,加强顶层设计,以政策引导推进金融教育实践,将投资者教育纳入国民教

育体系。以国家战略力度推动,将金融教育上升到国家战略高度。目前,全球已有 50 多个国家实施,由政府主导成立专门机构,协同多部门联合推动金融教育。我国对金融教育的重视程度越来越高。如 2015 年和 2016 年,国务院办公厅先后印发了《关于加强金融消费者权益保护工作的指导意见》和《推进普惠金融发展规划(2016-2020 年)》。中国人民银行金融消费权益保护局也开始每两年发布《消费者金融素养调查分析报告》,并建议将金融教育纳入国民教育体系。然而,我国目前尚未有专门的金融教育政策。我国相关部门应着力推动政策改革,积极建议将金融教育纳入各阶段教育体系,努力做到人人懂理财、人人会理财。与面向大众的金融教育不同,纳入教育体系的校园金融教育有助于全面深入系统地学习金融知识。

第二,制定标准规范,分群体有序推进,重点突出。我国在重视并开展投资者教育活动的同时,应制定标准体系,推动形成一套较完善的行业规范,对不同群体的具体教学内容作出明确规定,使投资者教育工作的开展有章可循、有规可依。2019 年 5 月中国证券业协会重新制定了《证券经营机构投资者教育工作指引》,沪深交易所发布《会员投资者教育工作指引》以推动投资者教育工作规范有序开展。在此基础上,相关机构应基于客户群体有针对性地设计相关投资者教育工作开展规范。比如,针对受教育水平较低、非财经类专业的投资者,可通过趣味动画、小视频等简单易懂的方式开展基础性金融教育;针对受教育水平较高的投资者,则应在简单介绍基础金融知识的基础上,增加金融教育活动深度。同时,应综合采用多种渠道以更加有效地传播金融知识。微信、微博等线上新媒体平台的优势在于覆盖面广,但难以兼顾个性化问题;线下讲座等活动可很好地解决个性化问题,但覆盖面有限。因此,应综合采用“线上+线下”多种渠道宣传金融知识,并积极利用线上平台宣传线下活动,从而最大化金融教育活动效果。

第三,多方合力,协同构建系统化和常态化的投资者教育工作格局。目前,我国投资者教育工作呈现地区发展不平衡、浅层化、碎片化的特点,缺乏连续性和系统性。我国应推动整合金融机构、投资者保护机构、教育机构、社会媒体等多方力量推进投资者教育工作,并探索构建投资者教育工作的常态化工作机制。在我国,中国人民银行、银保监会、证监会均通过专门设置的金融消费者权益保护机构以负责各自领域的金融消费者教育事项,然而这种金融教育工作模式不仅很难满足公众多样化的金融学习需求,也很难适应我国金融产品创新趋势。因此,首先,各金融监管机构应加强金融教育工作沟通,并着力构建金融教育的沟通协调机制,从而协同推进金融知识宣

传和金融教育活动,以形成工作合力,取得更好效果。其次,金融监管部门可以通过编写教材、培训师资、举办校园活动等方式形成与高校协同开展金融教育的工作机制。最后,应搭建各级金融教育机构的协同沟通机制,可通过构建金融教育联盟峰会、金融教育教学竞赛等方式搭建沟通平台。

第四,注重实际调查,充分了解受众群体需求。投资者教育的开展应以需求为导向,在投资者教育开展前,应进行较充分的调研,以了解受教育群体的需要和诉求,从而更加有针对性地设计教育培训内容并提升金融教育活动的针对性和有效性;在投资者教育活动开展后,应及时评估培训活动效果,并结合评估结果优化调整投资者教育活动开展模式 and 教育培训内容,从而提升投资者教育工作的实效性。