

# 社会互动对股票投资行为的影响： 一个文献综述\*

董占奎 任传普

**[摘要]**股票投资是家庭资产配置的重要选择之一,受到了诸多因素的共同影响。社会互动作为群体间收集和传播信息的主要方式,对个体股票投资行为有着重要的影响。本文回顾了过去十余年间有关社会互动与股票投资之间关系的研究成果,从社会互动的度量、社会互动发生作用的内在机制进行了梳理。在此基础上,提出了进一步的研究方向,包括:移动社交情境下的社会互动对股票投资行为的影响;社会互动作用机制的实证检验;除了股市参与行为之外,对股市参与程度、操作频率等行为的关注;采用实验研究方法获取更加精确的数据。

**关键词:**社会互动 股票投资行为 作用机制和方式

**JEL 分类号:**G11 G14 G41

## 一、引言

随着社会经济的持续发展和物质财富的日益累积,越来越多的社会个体在满足消费的基础上,将剩余的可支配资金用来进行投资。一方面,对于个体而言,通过投资等理财行为可以充分发挥资金的时间价值,实现其财产的保值和增值,优化个人或家庭的财务状况;另一方面,个人资金通过投资进入到社会资金循环当中,为社会再生产所需资金提供支持,促进和推动社会经济发展(Levine, 2005)。因此,提高社会大众的投资参与程度大有裨益。但受经济发展水平以及资本市场完善程度的影响,我国个体的投资参与程度还十分有限,如何深刻理解我国个体投资参与行为的影响因素,对于指导个体投资和促进社会经济发展具有重要意义。

居民投资参与行为及其影响因素一直以来都是微观金融领域研究的重要话题之一。从人口统计特征来看,年龄和教育程度均对家庭是否参与股票投资的决策有显著的正向影响(Poterba and Samwick, 2001; Ameriks and Zeldes, 2004; 李涛, 2006; Guiso et al., 2008)。从个体或家庭资产特征来看,财富水平和房产持有比例是影响股市参与的重要因素,收入较高的家庭更有可能考虑复杂的资产组合,也更倾向于投资股市(Devlin, 2005; 王聪和田存志, 2012)。关于房产效应,有不少学者认为房产是一种金额较大的非流动资产,这种非流动性阻止了房产所有者冒金融风险,即房产对风险资产和股市参与具有挤出效应(Cocco, 2004; Sinai and Souleles, 2005; Pelizzon and Weber, 2008)。近些年,随着社会学 and 经济学交叉研究的快速发展,社会网络理论日臻完善,呈现出大量的有关社会关系网络对个体经济行为影响的研究成果(Goyal, 2012; Jackson, 2010)。社会关系网络是一个源自

\* 董占奎,河南大学商学院,讲师,管理学博士,硕士生导师;任传普(通讯作者),河南大学商学院,副教授。本文受到中国博士后基金面上项目(2018M642732),河南省教育厅人文社会科学基金项目(2017-ZZJU-052)的资助。

社会学的概念,强调个体与其亲属、朋友、同学、同事或邻居之间形成的稳定的联系(Putnam et al., 1994)。这其中,有学者开始关注并定量分析社会关系网络对于个体投资行为的影响(Hong et al., 2004; Brown et al., 2008; 李涛, 2006; 周铭山等, 2011; 郭士祺和梁平汉, 2014; Li, 2014; Liang and Guo, 2015; 王聪等, 2015)。研究成果普遍认为个体在选择投资方式、参与股票购买过程中会显著地受到其邻居、社区、周围人的行为决策的影响。

个体做出的股票投资决策客观上依赖于其主动或者被动接受到的信息,主观上经由该个体对此信息进行加工和处理。因此无论是由电视媒介、互联网等构成的纯粹信息网络,还是由社会关系(亲戚、朋友、邻居、同事等)所构成的社会网络,都能够通过传递相关信息而影响投资决策。与单纯的信息网络不同的是,社会关系网络中的信息是由投资者认识或者熟悉的其它社会个体传递或分享的,信息接受程度高;社会关系网络中的信息不仅仅是单方向的传递,更多是以个体间的双向互动形式存在的,比如朋友间共同谈论有关股票的话题、对比自己和他人的操作行为等。

行为决策领域的理论和实证研究越来越重视社会因素对个体行为的影响及其作用机制。人与人之间的影响是相互的,经济学家用“社会互动”来指称这种社会环境中的相互影响作用。社会互动理论强调决策主体的经济行为受到他与其他社会群体成员之间互动程度的影响(Manski, 2000)。到目前为止,社会互动理论已经被广泛应用于分析犯罪率、城市贫困、福利申请、生育率、住房需求与城市发展、就业等多方面的问题。这其中,有关社会互动对投资行为(尤其是家庭资产配置)的影响研究是近年来学者关注的新兴话题。

本文梳理了近些年有关社会互动与股票投资行为关系的研究成果,在此基础上总结并提出了进一步研究的主要方向。随着移动网络技术的换代升级和智能手机的推陈出新,基于移动终端应用的网络互动(如微信)正在成为人们信息获取与交流的主要方式,移动社交已然成为社会交往的重要方式之一,由此引发的社会互动对于股票投资行为的影响是有待回答的科学问题。本文剩余部分结构安排如下:第二部分交代了文献的主要来源,分析了该主题近些年的研究趋势;第三部分梳理总结了有关社会互动如何度量的相关文献;第四部分对社会互动影响股票投资行为的作用机制进行了详细总结;第五部分进行了研究展望,列出了若干具体的研究方向。

## 二、文献的主要来源

相关的研究文献可以从两条线索进行收集和梳理,其一是由社会关系网络引发的社会互动对个体行为决策影响的文献,其二是有关个体股票投资参与行为的文献。以下分别对两类文献加以阐述。

### (一)英文文献来源

在 Web of Science 收录的 SSCI 数据库中,以社会互动(social interaction)、社会网络(social network)、股票投资(stock investment)、股市参与(stock market participation)为关键词进行论文检索。编辑如下的检索式:TS(主题)=(social network AND social interaction)、TS(主题)=(stock investment OR stock market participation),分别检索到与社会网络中社会互动相关的文献 5198 篇,检索到与股票投资行为相关的文献 5584 篇。从这两个领域独立来看,学者们一直关注着有关社会互动、股票投资行为议题的问题研究。在此具有包容性的宽泛检索基础上,对上述两个检索式进行组配,形成的新的检索式同时满足这两个检索式的要求,对主题内容中同时包含社会互动和股票投资行为的研究文献进行了进一步检验,检索到文献 76 篇。除此之外,我们将检索式中的字段标识从“TS(主题)”调整为更加精准的“TI(标题)”,又另外搜索到 3 篇文献,最终得到相关议题的研究文献 58 篇。我们将这 58 篇检索题录存入文献管理软件 Mendeley,并通过 EBSCO、Sage、

ScienceDirect、Wiley 等数据库下载文献全文。下图 1 是对各年发表数量的简单描述,可以从一定程度上反映该领域研究的整体态势<sup>①</sup>。

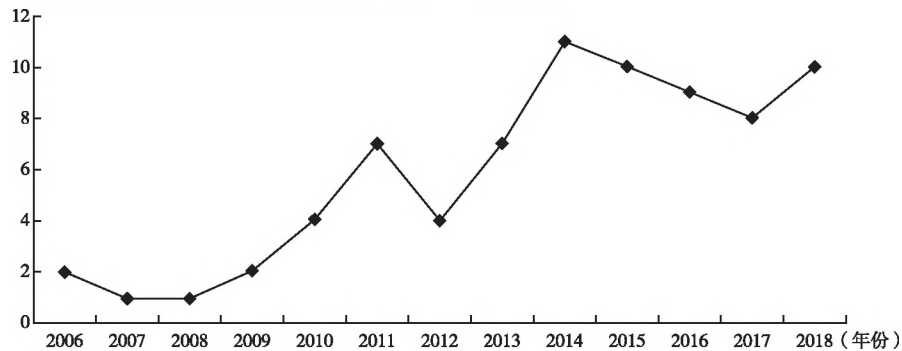


图 1 本项目研究领域英文期刊论文发表趋势 (2006-2018)

如图 1 所示,从社会网络、社会互动等视角对股票投资行为的研究基本上呈上升趋势,从发文数量可以看出一直有学者对该领域保持足够的关注。此外,这 76 篇文章共发表在 33 本期刊上,通过表 1 对发文数量 TOP10 的期刊进行了汇总,参照汤森路透集团(Thomson Reuters)发布的 2018 年期刊引用报告 JCR(Journal of Citation Reports-SSCI)提取了这 10 本期刊的连续五年影响因子(5-Year Impact Factor)<sup>②</sup>。

表 1 英文文献发文数量 TOP10 期刊

英文期刊刊名	5 年影响因子	相关主题发文数量
JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS	5.833	5
JOURNAL OF BANKING FINANCE	2.042	4
REVIEW OF FINANCIAL STUDIES	5.265	3
BUSINESS HISTORY	0.695	2
ECONOMICS LETTERS	0.756	2
JOURNAL OF COMPARATIVE ECONOMICS	1.568	2
JOURNAL OF FINANCE	7.728	2
ECONOMETRICA	5.399	1
JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY	5.973	1
MANAGEMENT SCIENCE	3.728	1

## (二)中文文献来源

在中国知网学术期刊数据库中以股票投资、股市参与、参与程度为关键词,期刊类别选择 CSSCI 来源期刊,时间范围选择 2006 年至今,共搜索到文献 48 篇(2017 年有 1 篇,2018 年有 2 篇,

<sup>①</sup> 国外有关社会互动与股票参与的实证研究的标志性文献是发表在 Journal of Finance 上的 Hong(2004),鉴于国内有关社会互动与股市参与的实证研究是从 2006 年开始的,为了对比,图 1 显示的是 2006-2018 年的研究成果。

<sup>②</sup> 2018 版为目前最新版,2019 版期刊引用报告将于 2020 年中期发布。

董占奎、任传普:社会互动对股票投资行为的影响

在下表 2 中列出)。其中标明受到国家自然科学基金资助的文章 21 篇、受到国家社会科学基金资助的有 6 篇;文献所属学科以投资、金融、证券为主;图 2 是各年发表数量的折线图,从一定程度上能反映该领域的研究态势。

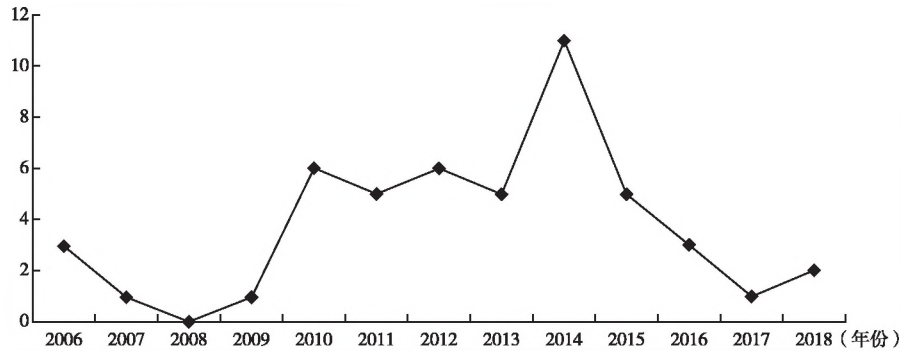


图 2 中文期刊论文发表趋势 (2006-2018)

为了进一步挖掘与本项目研究内容直接关联的文献成果,在上述文献搜索结果的基础上,输入主题为“社会互动”或者“社会网络”的检索条件,精炼后获得高度关联核心文献 11 篇(表 2)。

表 2 债务收入比(DTI)监管在国际上的使用情况

篇名	发表期刊	发表年度	被引次数
社会互动、信任与股市参与	经济研究	2006	173
社会互动与投资选择	经济研究	2006	132
风险态度与股票投资	经济研究	2009	155
社会互动、相对财富关注及股市参与	金融研究	2011	45
股市参与、参与程度及其影响因素	经济研究	2012	73
社会互动、信息渠道与家庭股市参与—基于 2011 年中国家庭金融调查的实证研究	经济研究	2014	27
关系、股市参与和股市回报	经济研究	2014	20
家庭社会网络与股市参与	世界经济	2015	23
互联网时代社会互动与家庭的资本市场参与行为	国际金融研究	2017	5
互联网使用、市场摩擦与家庭风险金融资产投资	金融研究	2018	3
社会互动,投资者情绪传染与资产泡沫——基于股票论坛发帖的实证研究	运筹与管理	2018	1

### 三、社会互动度量的相关研究

如何度量关系以及有此产生的关系网络不是一个简单的问题(朱光伟等,2014),在研究社会互动时确定社会关系网络的边界范围是首要问题。正如在研究政治关联与公司治理的诸多科学问

题的时候,需要先将公司高管的社会关系网络圈定在由政治背景所派生的社会关系上<sup>①</sup>。在既定的社会关系网络范畴下,学者们对社会互动强度的度量区分为客观指标度量和主观指标度量,以及基于多维度指标的综合度量。

客观指标包括“认识的邻居的数量”、“多久拜访一次邻居”、“多久参加一次教堂活动”(Hong et al.,2004);“春节期间以各种形式给亲属、朋友以及认识的人拜年的总人数”(李涛,2006a);基于亲友关系的礼金支出、礼金收入、红包礼品支出以及红包礼品收入(王聪等,2015);礼金支出和通讯支出等(郭士祺和梁平汉,2014),采用多个客观指标来度量社会互动强度能够从一定程度上避免采用单一指标变量所带来的随机性缺陷,但客观指标对社会互动的度量具有片面性,例如通讯费用极其容易受到工作内容的影 响,而邻居数量可能受到居住环境和方式的直接影响。诸如礼金支出、通讯支出、当年参加的“红白事”数量等可能并不足以真实地反映个体或者家庭所拥有的社会关系网络大小以及所发生的社会互动的强度。

与客观度量指标相对应的主观指标可以利用以下的题项来测度——“居民对自己在社会上人际交往程度的主观评价”,取值为4到1,分别对应人际交往很广泛、广泛、一般、不广泛(李涛,2006a);个体对“周围人”投资行为的判断等(李涛,2006b)。采用主观评价指标来度量社会互动强度具有的优点在于主观指标度量了个体的心理距离,选用客观指标的一个问题是没有内生建立在个体自身对社会距离判断的基础上,因而可能并不是个体心目中的真正的参考群体,而是外在观察者的一个主观评判(Akerlof,1997)。不过,主观指标也存在一定的缺陷,利用“周围的人”这一概念来描述个体所关心的社会关系网络具有客观指标无法比拟的优越性,但可能存在的问题是对于“周围的人”这一抽象概念,每个人的理解可能存在差异,由此形成的每个个体的社会关系网络的范畴不一致,得出的结论可能存在偏差。

从以上对度量社会互动强度的主观和客观指标的文献可以看出,既有研究都试图从对某种社会关系网络的界定开始,比如“认识的邻居的数量”、“多久拜访一次邻居”关注的是由邻居构成的社会网络;“春节期间以各种形式给亲属、朋友以及认识的人拜年的总人数”关注的是由亲属朋友看起来比较重要的社会关系构成的社会网络;再比如“周围的人”试图从心理空间的角度界定社会网络。从理论上讲,尽可能全面地界定个体所拥有的社会关系网络,然后研究其引发的社会互动,是对社会互动效应的最有效解释。但是在传统面对面社会互动的情景下,相对完整地界定某个人所拥有的大部分乃至全部社会关系是比较困难的,因为很难去描述这种网络,即便是能够描述出来,让调查对象去回忆全部的社会关系进而做出有关社会互动强度的主观判断也是很困难的。

然而,移动社交工具(如微信)的出现和普及化发展为界定更广泛的社会关系网络提供了天然的便利条件,通过移动社交工具建立起来的社交网络是社会关系的特殊存在形式,与其他特定的社会关系网络相比,移动社交网络所反映的社会关系更加全面,如微信中的朋友几乎包括了个体所有重要的社会关系联结,比起由邻居组成社会网络、社区社会网络、同事网络、同学网络,更加能够反映个体拥有的重要社会关系构成;另一方面,借助于移动社交工具构建的社会关系网络,不仅是停留在大脑中的虚拟联结,而且是可以 通过社交工具实实在在看到的联系。决策主体只要是持续使用着微信等社交工具,相比较传统的面对面互动,让其对社会互动相关变量进行主观判断预期能够有更有效更精准的测度。因此,以移动社交时代的社会互动为研究对象,不仅仅是对社会关系网络范围的重新界定,更是关于社会互动对股票投资行为影响程度的重新考量。

① 国内外有关政治关联的研究文献较多,仅《管理世界》自2009年以来有近10篇直接以政治关联为主题的实证文章。

#### 四、社会互动对股票投资行为影响的作用路径

学者们之所以关注社会互动对于股票投资行为的影响,根本的原因在于社会网络对于人们行为的影响如此之广泛,而社会互动是社会网络发生作用的主要方式之一。因此,本部分有关社会互动作用机制的文献回顾,首先将社会网络影响股票投资行为的作用方式展开讨论和梳理,在此基础上引出对社会互动作用方式的阐述,重点阐述社会互动的三种作用路径。

社会关系网络之所以能够对经济行为产生影响,根本上在于社会关系网络能够提供和传播信息,社会网络的主要作用之一就是信息传递(Jackson,2010)。无论是机构投资者还是个人投资者,其股票投资决策的做出依赖于信息。信息来源于网络,即由电视媒介、互联网等构成的纯粹信息网络,或者由社会关系所构成的社会网络(亲戚、朋友、邻居、同事)。网络是信息扩散的主要渠道,对于投资者的情绪、认知、决策和群体行为起着非常重要的作用(肖欣荣和刘健,2015)。网络中信息的传播和扩散降低了投资者获取信息的成本,促进了股市参与和参与程度,更进一步的研究发现,信息网络中的信息和社会关系网络中的信息具有替代作用(郭士祺和梁平汉,2014)。以信息为最基本元素和载体,通过一定的方式或者路径影响股票投资行为是既有研究文献共同达成的一致观点,按照这一逻辑,对社交关系网络作用方式的讨论主要包括以下三个方面。

一种观点认为,“同群效应(peer effects)”是社会关系网络发生作用的一种方式。同群效应是指平等个体之间在各种社会关系中产生相互作用时,其中某一个体的行为及结果受到的同群者行为及结果的影响(Sacerdote,2001;Hoxby,2000),一个人拥有某种形式的资产将会显著地影响其“同伴”拥有相同资产的效用(Bursztyn et al.,2014)。Ahern et al.(2014)指出同群效应对股票投资行为的影响在于一方面它能够影响和改变个体的风险厌恶程度和信任水平,另一方面在于“同伴”的股票操作行为和结果对他人来说是一种“引导”或“压力”。Kaustia and Knüpfer(2012)研究指出当前群体中既有投资者当月的投资回报会对他人下个月参与股市产生影响,并且这种影响是不对称的:只有正的投资收益才能起到鼓励他人进入股市的作用;国内郭士祺和梁平汉(2014)的研究也得出了类似的结论,邻里股市投资业绩的异质性,会对股市参与造成不同的影响,股市盈利和盈亏平衡都会显著促进股市参与,而投资亏损对股市参与的促进作用并不显著。在某些情形下,个体之所以会受到“同群效应”的影响是因为感受到了来自所处群体他人行为和结果所产生的“无形压力”,Heimer(2016)在研究处置效应<sup>①</sup>的成因时,用来自同群的“压力”对其进行了解释。

另一种观点认为,社会关系网络可以通过影响个体成员的风险偏好对股票投资参与决策产生影响。社会关系网络具有分散风险的功能(Weber and Morris,2010),其典型规模和密度是决定人们风险认知差异和投资决策的重要影响因素,处于较强关系网络中的个体,其投资风险的主观感知程度和绝对风险规避程度趋于下降,即社会关系网络促进了人们的投资参与。Weber and Hsee(1999)通过实验研究发现,中国与欧美投资个体间的风险感知存在显著差异,相比而言,中国人的风险感知更低,对同样的金融工具愿意支付更高的价格。而对于这一差异的解释是,由于受到社会关系网络的影响,中国人在进行投资决策时会考虑一旦遭受重大损失会得到网络里其它内容成员的援助,社会网络扮演了“软垫”的角色,缓冲可能的损失,而在个人主义盛行的美国等西方国家,个体需要独自承担可能的投资风险。Chua et al.(2009)进一步通过对中西方职业经理人的经验研究证实了社会网络的“软垫假说”,由于家族纽带、朋友关系,中国经理人生活在更为紧密的关系网

<sup>①</sup> 所谓处置效应,是指投资人在处置股票时,倾向卖出赚钱的股票,继续持有赔钱的股票。

络中,经济事务上拥有更多的支持往来,而基于经济支持的社会网络减轻了投资项目失败可能遭受的损失,因此在投资决策中倾向于更多的风险寻求。Tanaka et al.(2010)利用越南个体金融决策实验数据发现决策个体的社会关系网络显著影响了其风险偏好,存在基于经济支持的社会关系“安全网”依赖的人们,表现出更低程度的不确定性规避。王聪等(2015)拓展了Cao et al.(2005)所构建的股票投资均衡模型,从理论上论证了社会关系网络通过改变决策个体风险偏好进而影响投资参与,并利用中国家庭金融调查数据进行了实证检验,结果表明在控制了可能影响居民股票投资决策的其他因素前提下,基于亲友关系的家庭社会网络提高了居民股市参与的可能性,而且一旦进入股票市场,其持有的股票资产在其金融财富中的比重会更高。

到目前为止,从社会互动的视角解释社会关系网络发生作用的文献最丰富(Changwon et al., 2014; Gao, 2015; Young, 2009; Acemoglu et al., 2010),“社会互动论”强调居民的股市参与受到他与其他社会群体成员之间互动程度的影响, Manski(2000)认为在新经济社会学理论体系下,需要把社会互动理论纳入一般经济行为理论的研究体系当中。如上所述信息是网络中的最基本元素,通过网络进行传播扩散,网络中个体间各种形式的社会互动是信息传播和发挥作用的主要动力(肖欣荣和刘健, 2015)。Hong et al.(2004)以美国为例,首次就社会互动对居民参与股市的影响进行了理论和实证分析,发现社会互动程度越高的居民参与股市的概率也越高。其解释是:居民的社会互动程度越高,他的观察式学习和交流股市话题的机会也越多,参与股市的净成本越低,参与股市的可能性就越高。在此之后的社会互动与股市参与关系的研究基本上都是参照Hong的研究范式开展的,即通过一定的度量手段对特定的社会关系网络进行度量,然后通过计量模型分析社会关系网络与投资参与之间的关系,并用社会互动理论对其进行解释,如李涛(2006a, 2006b)的研究探讨了社会互动和股市参与、投资方式选择的关系,利用大样本调查数据证实了社会网络对于投资行为的显著作用,并通过对社会互动具体形式的区分对社会网络的作用进行了解释。

在大量的社会互动影响股票投资行为的经验证据支持下,学者们对社会互动作用路径的理论探讨也取得了丰富的成果,社会互动的作用路径分为外生互动和内生互动(Manski, 2000; Brown et al., 2008)。外生互动意指群体成员外生特征(如年龄、性别)对他人投资行为的影响;内生互动指的是个体投资决策会因为其伙伴投资行为中所传递的信息或感受而改变,它强调群体成员之间行为过程的相互影响,经济学文献中对社会互动的关注更多地集中在内生互动方面(Ahn et al., 2015),内生互动对个体投资选择的影响主要反映在观察式学习、交流感受和社会规范等三个方面(Pool et al., 2015; Durlauf, 2004)。以下对观察式学习、交流感受和社会规范三种社会互动作用路径的相关文献进行简单梳理。

观察式学习,意指人们不仅仅观察来自社会网络中的信息,而且也学习社会网络中其他人的行为或结果(社会学习, social learning)。个体进行股票投资决策时,可以通过对各种备选投资选择策略的直接分析来进行投资决策,但这种方式可能成本很高,而且耗时。可行的策略是依靠他人的信息,通过对参考群体成员投资决策的观察,然后做出和其参考群体成员平均水平相似的决策。Bikhchandani et al.(1998)从理论上详细探讨了内生互动中的社会学习和模仿机制。Hirshleifer and Teoh(2003)总结了内生互动的学习和模仿机制在金融领域的研究发现。人们是否行动取决于人们的先验信息、收集的信息量、个体的异质性和博弈的结果(Karlan, 2005),社会学习的理论模型分为Bayesian和Non-Bayesian学习模型两种,Bayesian社会学习指人们在社会网络中根据Bayesian准则更新自己的观点,并细分为Bayesian观察式学习和Bayesian交流式学习(Acemoglu et al., 2011)。Non-Bayesian学习是人们根据经验法则(rules of thumb)而非Bayesian法则来更新自己的信念。

交流感受,意指个体能够通过与社会网络中他人谈论与投资有关的话题,交流经验、体会和感受,

## 董占奎、任传普:社会互动对股票投资行为的影响

获得精神上的愉悦。Becker(1991)研究指出共同话题探讨和交流带来的愉悦使得个体做出参考群体成员平均水平的决策。Mailath and Postlewaite(2003)从理论模型设计的角度探讨了将这种交流感受的内生互动机制进行模型处理的方法。Karlán(2005)发现了交流感受的内生互动机制对个体信贷决策的影响。Hong et al.(2004)、Brown et al.(2008)都指出内生互动的交流感受能够推动投资者参与股票市场。目前国内研究成果中还鲜有对社会互动中交流感受作用机制的直接探讨。

社会规范,意指社会群体在互动过程中形成的共同遵循的明确的或隐含的行为准则(Cialdini et al.,1998),个体的投资决策可能受到他的参考群体成员的投资选择所反映的社会规范的影响。就股票投资行为而言,个体之所以要遵循社会规范,去选择和多数人一致的行为可以用相对财富关注效应进行解释(周铭山等,2011)。Demarzo et al.(2004)阐明了相对财富关注效应产生的机制,在存在局部竞争资源的情况下,投资者会受到相关投资者财富的影响。周铭山等(2011)利用某一社区的局部竞争资源(居住支出、教育和医疗支出等)支出比例来代表度量相对财富关注程度,通过调查数据证实在局部品支出比例高的社区,股市参与程度更高。因此,对群体中其他成员相对财富的关注是社会互动作用于股票投资行为的另一种作用路径。

通过以上的分析能够看出,对社会互动三种作用路径的理论分析已经比较丰富,尽管言之有理,但这些观点是否成立,还缺少经验证据的支持或实验数据的检验。

## 五、进一步的研究展望

诚然,有关社会互动对股市参与、参与程度等行为的影响研究已经取得了丰富的理论和实证成果,但随着科技进步与社会发展,人们的社会互动方式正在发生着显著的、深刻的变化,这为研究股票投资行为规律提供了新的时代背景,通过归纳总结,我们提出下面四个进一步可能研究的方向。

第一,随着移动网络技术的换代升级和智能手机的推陈出新,基于移动终端应用的网络互动(如微信)正在成为人们信息获取与交流的主要方式,移动社交已然成为社会交往的重要方式之一。在研究传统面对面互动的文献中,出于数据获取的原因,所选取的社会关系范畴都有一定的局限性,比如用“多久去一次教堂”来度量社会互动程度时,社会关系网络特指同去教堂的其他社会成员(Hong等,2004);再比如用“认识的邻居的数量”度量社会互动程度时,社会关系网络特指居住空间的邻居群体(李涛,2006a)。而在移动社交情景下,由移动社交工具构建的社会关系网络相比较传统社会网络,范围更加广泛,几乎包括了所有重要的社会关系联结,而且网络的边界范围也较为明确,易于度量。除此之外,移动社交网络中的信息来源广、传播速度快、信息成本低,这为研究其对股票投资行为的影响程度,尤其是作用机制,提供了更加便利的天然条件。

第二,目前有关股票投资行为的研究主要以是否购买股票为关注重点,这主要是因为一方面股市“有限参与”之谜一直吸引着国内外学者对参与行为孜孜不倦的探索(Aase,2015;尹志超和黄倩,2013);另一方面,我国以股票为主的资本市场发展还不成熟,对其参与行为的研究具有很强的实践意义。对参与程度等其他股票投资行为的研究还相对较少。但需要指出的是,股市参与可以被认为是一种一次性行为,一旦因为某种原因选择购买股票,个体就被定义为具有股市参与经历,而类似于是否参与过股票购买这样的一次性行为,其前因具有很强的随机性,比如:“看到最近股市火爆,我也参与其中”、“出于理财的现实考虑和好奇心参与股票购买”、“工作和专业原因有过购买经历”等,这些随机性原因最终导致了个体具有股市参与经历,在研究社会网络、社会互动与股市参与关系时很难将这些潜在的随机性影响剥离出来。相比较而言,参与程度并非是一次性行



为,投资者需要决定将占金融资产多大比重的资金用来购买股票、股票持仓比重多大等行为是重复性行为,容易受到稳定性因素的持续影响,而投资者所拥有的社会关系网络,尤其是微信移动社交网络以信息传递、社会互动的方式一直影响着投资者,容易对投资者的行为习惯产生内在的深刻影响。

第三,到目前为止,对社会互动作用机制的研究还处于理论模型的构建阶段,学者们从理论上指出社会互动影响股票投资的主要作用路径包括观察式学习、交流感受、相对财富关注等三种,但还没有人进行直接的实证检验,社会互动影响股票投资行为的作用机制还缺乏经验证据的支持。既有成果中之所以没有对社会互动作用机制直接检验的研究可能主要是受限于传统面对面互动方式的影响。在移动社交时代,基于微信、微博等 APP 应用的社会互动使得对社会互动作用路径的实证检验成为可能且十分必要。这主要是因为:(1)利用移动社交工具进行的社会互动会以一定形式记录并保留下来,以微信社交为例,采用调查问卷的方式去捕获决策主体是否学习和模仿微信关系网络中其他人的投资行为、是否和微信中的其他人进行了有关股票话题的谈论交流、是否关注微信中其他人的财富水平等信息是可行的。而在传统面对面社会互动情景下,由于面对面互动多以口头交流为主,交流的内容一般不会被记录和保留,通过事后用调查问卷的方式重新唤起决策主体对交流内容的记忆并做出有关三种作用路径的主观判断是较困难的。(2)就交流感受这一作用方式而言,利用移动社交工具进行的交流更加快捷方便和频繁,由此可能产生的促进作用更加显著,决策主体的主观感受显著,能够更加清晰地对其做出判断。而在传统面对面互动情景下,由于受到交流时间和空间的限制,决策主体很容易将由交流感受产生的影响和社会学习和模仿产生的影响混淆在一起。(3)就相对财富关注作用方式而言,在移动社交情景下对其研究具有独特的优势,比如决策主体可以借助微信等工具,通过他人在微信朋友圈发布的动态信息了解他人的相对财富状况,而这些信息通过直接的面对面交流是难以获取的,即便是能够面对面直接询问他人的相对财富状况,其影响也远不及移动社交工具中公开的、反复的、以文字或图片形式显示的他人相对财富信息来得强烈。

第四,既有实证研究都是基于问卷调查获取的数据,相比较而言,利用实验方法对行为决策问题进行研究具有独到的优势。在利用调查数据分析社会互动作用机制时可能会存在两个方面的困扰。其一,将内生的社会互动效应与另外两种可能的效应区别开来具有一定难度,利用问卷收集投资者的股票参与行为时可能存在显著的关联效应(correlated effects)。比如许多 NBA 球员身上都有纹身,然而要用实证研究证明 NBA 球员选择纹身是因为他们之间的社会互动效应而不是其他原因是很困难的。其二,社会互动三种作用路径——学习和模仿、交流感受、相对财富关注之间也存在相互的影响,在调查时非常精准地剥离三种路径的不同影响是比较困难的。除此之外,利用调查数据对变量之间因果关系的计量分析也可能会存在内生性的问题,比如就社会互动第二个作用方式而言,聊与股票有关的话题所带来的愉悦感受会促进投资者股票操作的积极性,反过来积极的股票操作也可能激发投资者更加乐意与他人交流互动,从而获得愉悦感。而采用实验的方法能够最大程度上控制潜在因素的干扰,通过设计不同的实验组(treatment)达到对主要解释变量的控制,进而观测被试在不同实验组中的行为变化,是确定变量之间因果关系最直接有效的方法。因此,采用实验方法对社会互动作用机制进行针对性的研究是未来的研究趋势之一。

#### 参考文献

- 郭士祺、梁平汉(2014):《社会互动,信息渠道与家庭股市参与——基于2011年中国家庭金融调查的实证研究》,《经济研究》,第1期。
- 李涛(2006a):《社会互动、信任与股市参与》,《经济研究》,第1期。

## 董占奎、任传普:社会互动对股票投资行为的影响

- 李涛(2006b):《社会互动与投资选择》,《经济研究》,第8期。
- 王聪、柴时军、田存志、吴甦(2015):《家庭社会网络与股市参与》,《世界经济》,第5期。
- 王聪、田存志(2012):《股市参与,参与程度及其影响因素》,《经济研究》,第10期。
- 肖欣荣、刘健(2015):《基于网络理论的金融传染与投资者行为研究进展》,《经济学动态》,第5期。
- 尹志超、黄倩(2013):《股市有限参与之谜研究述评》,《经济评论》,第6期。
- 周铭山、孙磊、刘玉珍(2011):《社会互动,相对财富关注及股市参与》,《金融研究》,第2期。
- 朱光伟、杜在超、张林(2014):《关系,股市参与和股市回报》,《经济研究》,第11期。
- Aase, K. (2015): "Heterogeneity and Limited Stock Market Participation", NHH Dept. of Business and Management Science Discussion Paper, 2014/5.
- Acemoglu, D., A. Ozdaglar and G. Parandeh (2010): "Spread of (mis) Information in Social Networks", *Games and Economic Behavior*, 70, 194–227.
- Acemoglu, D., M. Dahleh, I. Lobel and A. Ozdaglar (2011): "Bayesian Learning in Social Networks", *Review of Economic Studies*, 78, 1201–1236.
- Ahem, K., R. Duchin and T. Shumway (2014): "Peer Effects in Risk Aversion and Trust", *Review of Financial Studies*, 27, 3213–3240.
- Ahn, S., K. Choi and H. Koo (2015): "A Simple Asset Pricing Model with Heterogeneous Agents, Uninsurable Labor Income and Limited Stock Market Participation", *Journal of Banking and Finance*, 55, 9–22.
- Akerlof, G. (1997): "Social Distance And Social Decisions", *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 65, 1005–1027.
- Ameriks, J. and S. Zeldes (2004): "How Do Household Portfolio Shares Vary with Age", Working Paper, Columbia University.
- Becker, G. (1991): "A Note on Restaurant Pricing and Other Examples of Social Influences on Price", *Journal Of Political Economy*, 99, 1109–1116.
- Bikhchandani, S., D. Hirshleifer and I. Welch (1998): "Learning from the Behavior of Others; Conformity, Fads, and Informational Cascades", *Journal of Economic Perspectives*, 12, 151–170.
- Brown, J., Z. Ivković, P. Smith and S. Weisbenner (2008): "Neighbors Matter: Causal Community Effects and Stock Market Participation", *Journal of Finance*, 63, 1509–1531.
- Bursztyn, L., F. Ederer, B. Ferman and N. Yuchtman (2014): "Understanding Mechanisms Underlying Peer Effects: Evidence from a Field Experiment on Financial Decisions", *Econometrica*, 82, 1273–1301.
- Cao, H., T. Wang and H. Zhang (2005): "Model Uncertainty, Limited Market Participation, And Asset Prices", *Review of Financial Studies*, 18, 1219–1251.
- Changwony, F., K. Campbell and I. Tabner (2014): "Social Engagement and Stock Market Participation", *Review of Finance*, 19, 317–366.
- Chua, R., M. Morris and P. Ingram (2009): "Guanxi vs Networking: Distinctive Configurations of Affect-and Cognition-Based Trust in the Networks of Chinese vs American Managers", *Journal of International Business Studies*, 40, 490–508.
- Cialdini, R. and M. Trost (1998): "Social Influence; Social Norms, Conformity And Compliance", in D. Gilbert, S. Fiske and G. Lindzey (eds.): *The Handbook of Social Psychology*, 151–192, New York: McGraw-Hill.
- Cocco, J. (2004): "Portfolio Choice In The Presence Of Housing", *Review of Financial Studies*, 18, 535–567.
- DeMarzo, P., R. Kaniel and I. Kremer (2004): "Diversification as a Public Good; Community Effects in Portfolio Choice", *Journal of Finance*, 59, 1677–1716.
- Devlin, J. (2005): "A Detailed Study of Financial Exclusion in the UK", *Journal of Consumer Policy*, 28, 75–108.
- Durlauf, S. (2004): "Neighborhood Effects", In *Handbook of Regional and Urban Economics* (Vol. 4, 2173–2242), Elsevier.
- Gao, M. (2015): "Demographics, Family/Social Interaction, and Household Finance", *Economics Letters*, 136, 194–196.
- Goyal, S. (2012): *Connections: An Introduction to the Economics of Networks*, Princeton University Press.
- Guiso, L., P. Sapienza and L. Zingales (2008): "Trusting the Stock Market", *Journal of Finance*, 63, 2557–2600.
- Heimer, R. (2016): "Peer Pressure; Social Interaction and the Disposition Effect", *Review of Financial Studies*, 29, 3177–3209.
- Hirshleifer, D. and S. Teoh (2003): "Limited Attention, Information Disclosure, And Financial Reporting", *Journal of Accounting And Economics*, 36, 337–386.
- Hong, H., J. Kubik and J. Stein (2004): "Social Interaction And Stock-market Participation", *Journal of Finance*, 59, 137–163.
- Hoxby, C. (2000): "Peer Effects in the Classroom; Learning from Gender and Race Variation", NBER Working Paper, No. w7867.
- Jackson, M. (2010): *Social and Economic Networks*, Princeton University Press.
- Karlan, D. (2005): "Using Experimental Economics to Measure Social Capital and Predict Financial Decisions", *American Economic Review*, 95, 1688–1699.

- Kaustia, M. and S. Knüpfer(2012): "Peer Performance and Stock Market Entry", *Journal of Financial Economics*, 104, 321–338.
- Levine, R. (2005): "Finance and Growth: Theory and Evidence", *Handbook Of Economic Growth*, 1, 865–934.
- Li, G. (2014): "Information Sharing and Stock Market Participation: Evidence from Extended Families", *Review of Economics and Statistics*, 96, 151–160.
- Liang, P. and S. Guo (2015): "Social Interaction, Internet Access and Stock Market Participation—an Empirical Study in China", *Journal of Comparative Economics*, 43, 883–901.
- Mailath, G. and A. Postlewaite(2003): "The Social Context of Economic Decisions", *Journal of the European Economic Association*, 1, 354–362.
- Manski, C. (2000): "Economic Analysis of Social Interactions", *Journal of Economic Perspectives*, 14, 115–136.
- Pelizzon, L. and G. Weber(2008): "Are Household Portfolios Efficient? An Analysis Conditional on Housing", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43, 401–431.
- Pool, V., N. Stoffman and S. Yonker (2015): "The People in Your Neighborhood: Social Interactions and Mutual Fund Portfolios", *Journal of Finance*, 70, 2679–2732.
- Poterba, J. and A. Samwick (2001): "Household Portfolio Allocation over the Life Cycle", In *Aging issues in the United States and Japan*, University of Chicago Press.
- Putnam, R., R. Leonardi and R. Nanetti(1994): *Making Democracy Work: Civic Traditions in Modern Italy*, Princeton University Press.
- Sacerdote, B. (2001): "Peer Effects with Random Assignment: Results for Dartmouth Roommates", *Quarterly Journal of Economics*, 116, 681–704.
- Sinai, T. and N. Souleles(2005): "Owner-occupied Housing as a Hedge Against Rent Risk", *Quarterly Journal of Economics*, 120, 763–789.
- Tanaka, T., C. Camerer and Q. Nguyen (2010): "Risk and Time Preferences: Linking Experimental and Household Survey Data from Vietnam", *American Economic Review*, 100, 557–71.
- Weber, E. and C. Hsee(1999): "Models and Mosaics: Investigating Cross-cultural Differences in Risk Perception and Risk Preference", *Psychonomic Bulletin and Review*, 6, 611–617.
- Weber, E. and M. Morris(2010): "Culture and Judgment and Decision Making: the Constructivist Turn", *Perspectives on Psychological Science*, 5, 410–419.
- Young, H. (2009): "Innovation Diffusion In Heterogeneous Populations: Contagion, Social Influence, and Social Learning", *American Economic Review*, 99, 1899–1924.

(责任编辑:马辰)

## **Social Interaction and Stock Investment: A Literature Review**

DONG Zhankui    REN Chuanpu

(School of Business, Henan University, Kaifeng, 475004, China)

**Abstract:** Stock investment is one of the important choices of family asset allocation, which is influenced by many factors. As the main way of collecting and disseminating information among groups, social interaction has an important impact on individual stock investment behavior. This paper reviews the studies on the relationship between social interaction and stock investment in the past ten years with focuses on the measurement and the internal mechanism of social interaction. On this basis, it puts forward further research directions, including the impact of social interaction on stock investment behavior in mobile social context; empirical test of social interaction mechanism; effects of stock market participation degree, operation frequency and other behaviors; obtaining more accurate data using experimental research methods.

**Key Words:** Social Interaction; Stock Investment; Conduction Mechanism

**JEL Classification:** G11; G14; G41