

Research on the Impact of Female Investors on Overseas Real Estate Investment

by

Qingling Zhu

A Dissertation Presented in Partial Fulfillment  
of the Requirements for the Degree  
Doctor of Business Administration

Approved March 2021 by the  
Graduate Supervisory Committee:

David Zhu, Co-Chair  
Hong Yan, Co-Chair  
Hui Chen

ARIZONA STATE UNIVERSITY

August 2021

女性投资者对海外房产投资的影响研究

朱青岭

全球金融工商管理博士  
学位论文

研究生管理委员会  
于二零二一年八月批准：

朱洪泉，联席主席  
严弘，联席主席  
陈晖

亚利桑那州立大学

二零二一年八月

## ABSTRACT

In recent years, China's real estate market has developed rapidly, but the domestic real estate market is unfavorable to investors due to some factors. Some high-net-worth individuals have set their sights on the market with high economic development and stable real estate market development, and have begun overseas real estate investment. This article examines the impact of investors' the gender heterogeneity in overseas real estate investment.

The study found that from the perspective of gender heterogeneity, female investors' participation in overseas real estate investment can often improve the probability of successful overseas real estate transactions. In terms of age, the older the investor, the more likely he or she is to invest in overseas property, and the age effect is particularly significant when the investor is female. From the Angle of education, when investors degree for bachelor degree, the participation of such investors can promote overseas real estate investment and when investors for women, is especially significant degree the promoting effect of investors. This paper mainly explores the influence of bounded rationality on overseas real estate investment from the perspective of gender heterogeneity.

## 摘要

近年来中国房地产市场迅速发展，但境内的置业市场受多种因素影响不利于投资者，于是一些高净值人士将目光投向经济发展水平高、房地产市场发展稳健的市场，开始了海外房地产投资。本文检验了海外房产中投资者性别异质性及其年龄与教育对海外房产投资的影响。本研究以行为金融学理论为基础，以个体投资者为研究对象，通过问卷调查的方法，探讨了投资者性别异质性对海外房产投资的影响。

研究发现，从性别异质性角度来看，女性投资者作为决策者进行海外房产投资往往可以提高海外房产交易达成的概率。从年龄方面来看，当投资者年龄越高时，投资者越有可能投资海外房产，而且当投资者为女性时，这种年龄效应尤为明显。从学历角度来看，当投资者受过大学高等教育即学历为本科学历时，这类投资者可以促进海外房产投资的达成，且在投资者为女性时，投资者的上述学历效应尤为显著。本文主要从性别异质性的角度拓展了投资者有限理性对海外房产投资的影响。

## 致谢

本文是在我的导师严弘教授、朱洪泉教授和陈晖教授三位教授的指导和关怀下完成的。三位教授渊博的专业知识、严谨的治学态度和平易近人的人格魅力给我留下了深刻的印象，是我以后的工作和学习的楷模。论文从选题到完成，无论是课上还是课下，通过办公室面谈讨论还是频繁的邮件沟通，三位教授都给予了耐心的解答，论文每一步推进都是在三位教授的悉心指导下完成的，倾注了三位导师大量的心血，谨向严弘教授、朱洪泉教授和陈晖教授表示崇高的敬意和衷心的感谢。

# 目录

	页码
表格列表.....	vi
章节	
第一章 绪论.....	1
1.1 研究背景与意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	2
1.1.2 研究意义.....	6
1.2 研究内容与方法.....	7
1.2.1 研究内容.....	7
1.2.2 研究方法.....	7
1.3 核心概念界定.....	7
1.3.1 经济学中的理性.....	7
1.3.2 有限理性.....	8
1.3.3 家庭理财.....	9
1.3.4 房产投资.....	9
1.4 创新与研究局限.....	10
1.4.1 创新之处.....	10
1.4.2 研究局限.....	11
第二章 理论基础与分析.....	12
2.1 行为决策理论.....	12
2.1.1 完全理性决策.....	13

章节	页码
2.1.2 有限理性决策 .....	15
2.1.3 前景理论 .....	16
2.1.4 后悔理论 .....	18
2.2 家庭理财行为的研究 .....	19
2.2.1 生命周期理论 .....	19
2.2.2 资产组合理论 .....	20
2.2.3 风险管理理论 .....	20
2.3 女性投资者 .....	21
第三章 女性投资者对海外房产投资的实证研究 .....	24
3.1 理论分析与研究假设 .....	24
3.2 研究设计 .....	30
3.2.1 样本选择与数据来源 .....	30
3.2.2 研究变量 .....	32
3.2.3 研究模型 .....	33
3.3 实证结果分析 .....	34
3.3.1 描述性统计分析 .....	34
3.3.2 回归分析 .....	37
第四章 研究结论与展望 .....	42
4.1 主要结论 .....	42
4.2 研究意义 .....	43
参考文献 .....	47

章节	页码
附录	
A. 海外房产投资调查问卷（样表） .....	56



## 表格列表

表格	页码
表 1 Panel A 描述性统计结果.....	35
表 2 Panel B 相关性分析结果 .....	36
表 3 Logit 回归结果 .....	39

## 第一章 绪论

### 1.1 研究背景与意义

1978年正式改革开放之后，我国的经济建设发展到了新的阶段，民众收入水平不断提升，市场中的企业规模也有着非常快速增长，整体的经济增长保持稳定向好的态势。在党的十九大之后，由于习近平总书记的重要指示与领导，新时代的中国取得了辉煌的经济建设成果。在这样的新环境中，我国的个人和企业都享受了经济发展的多项红利。伴随着全球化的持续推进，中国的“十二五”规划也契合时代的发展趋势，积极推进“走出去”的策略。国家发改委等中央机构颁发了《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》。由于党的重要领导，中国的企业与个人都积极推进境外市场的探索。此外，新时代我国政府考虑到全体国民的需求，拟定了稳定房价的调控目标，2013 年国务院正式颁行新“国五条”，而在中央颁发该文件后，地方政府也陆续响应党中央“房住不炒”的号召，因城施策，开始了更细致的调控，如各级政府加强对房地产投资性交易的控制。对于住宅房施加的诸多投资限制措施，严格限制对住宅的投资行为，采取了非常严格的金融信贷限制措施，还会依靠直接行政命令等方式，严格管控房屋的持有规模。由于多种限制方案的推进，可能更好地监管了市场之中所存在的投机行为，但也会限制保值投资需求。政府通过严格限制房价增长，对广大民众提供更多的福祉，但是该政策的实际推进，会对房地产公司的运营产生消极影响，而且压抑了房产市场的投资性需求。在这一环境下，很多投资者会将自身的关注点转移到国际市场，通过各种方式探寻更加理想的投资渠道，而海外房产投资不失为市场与民众的一项重要选择。

中国采取经济自由化、全球化的改革时间较短，距离改革开放也仅有 40 年左右的时间，距离加入 WTO 则仅有 20 余年左右的时间。在全球化的环境中，不管是个人还是公司所开展的海外房产投资活动，都有经验不足的极大短板。经验不足的问题，让海外房地产

投资遭遇了很多挫折，在此情况下有必要加强对海外市场的分析，以期更深刻、全面地认知海外房地产市场行情，规避可能存在的风险。加强该领域的研究，也有助于投资人更加顺利地进行海外房产投资活动，得到符合预期的收益，在本文的分析中试图基于性别异质性的视角，研究影响海外房产投资的问题。

### 1.1.1 研究背景

近些年中我国经济的发展极为迅速，结合当前颁行的《中国共产党统一战线工作条例》，中国新环境下产生了新阶层，主要为非公有制企业的技术与管理人员，人员规模已有 5 千万，关联从业者则突破了 1.5 亿人，掌握资本规模大于 10 万亿，拥有超过 50% 的专利所有权，所缴纳的税收已超过年度总税收的 30%，该阶层的高收入群体掌握了非常庞大的资本，基于保护劳动成果的考虑，其会采取更为多样化的投资管理，助力自身资产的保值与升值。由于国内市场的风险，部分个人投资者希望前往海外进行投资。根据碧桂园提供的调查资料，碧桂园某海外房产<sup>1</sup>仅 2 个月就组织了超 3 万人次的实际考察，单月销售规模逼近 70 亿，远超过前一年度的销售额，这也说明我国投资者有很大的海外房产投资需求。此外，国际化教育与养老也有很大的吸引力，在多元投资需求的驱动下，大量投资者选择海外市场。在海外房产投资过程中，个人投资者进入时间相对较早，因此而产生的问题也更为多样与复杂。本文在分析过程中，以有限理性的视角分析所存在的各类问题。

传统经济理论将人视为“经济人”，此类人在实际行动，兼有“经济”和“理性”的特征。表现是，“经济人”拥有非常丰富的知识，同时对知识有更加深刻与透彻的综合认知。此外，

---

<sup>1</sup> 碧桂园森林城市位处新加坡经济特区——依斯干达特区，距离新加坡直线距离 2 公里，占地面积约 20 平方公里，是由碧桂园投资 1000 亿美元，携手 Sasaki 等国际知名团队打造的可容纳几十万人口的智慧生态大城。建筑外墙长满植物，全城地面都是公园，没有车辆穿行。海外置业和移居留学优选。已签约美国嘉德圣玛丽学校，在这里可享受幼儿园到高中国际教育。海之礁滨海商业街、知名奢侈品服务平台——寺库集团旗舰店、H&M 旗舰店等已盛大试业，酒店、医院等配套齐全。已获批独立海关、免税岛，规划 24 小时业主巴士往返新加坡，享新加坡都会繁华和马来西亚经济实惠。

“经济人”还有相对稳定的偏好，非常精明的计算能力，因此可高效计算遭遇的各类复杂问题。最后的结果即“经济人”可以在全体备选方案中，获得目标函数值提升至最高数值的方案。但伴随学科的不断发展与理论的完善，“经济人”假设遭遇诸多质疑。在实践中，个体通常无法满足“经济人”的标准。第一，决策目标不明确、非绝对。第二，决策主体所拥有的信息与计算能力存在上限。因此，“经济人”的理论缺乏可行性。通过计算决策行为，Simon(1955,1956)得出有限理性，即人在决策场景中通常很难或是无法寻找到所需求的“最优”方案，会选择更为“满意”的结果。有限理性填补了“经济人”决策理论的偏差，提升了理论分析实际的可行性。所以基于该视角开展分析，探讨消费者有限理性行为对市场行为所产生的影响，满足了现实活动的多种实际。

约翰·凯恩斯(John Keynes)<sup>2</sup>认为，“人是理性的虚假观点，通常会造成判断与情感过于浅薄。……该观点不仅无法促成理性，反过来会危害理性”。由于现代经济学关于金融现象的深入分析，产生了较为完善的理论成果。就有限理性而言，人们倾向于高估自己对知识的掌握程度(Alpert 和 Raiffa, 1982; Fischhoff, Slovic, 和 Lichtenstein, 1977; Lichtenstein, Fischhoff, 和 Phillips, 1982)。这样的过度自信表现在很多领域，如临床心理学领域 (Os kamp, 1965)，医生和护士 (Christensen-Szalanski 和 Bushyhead 1981; Baumann, Deber 和 Thompson, 1991)，投资银行家 (Stael von Holstein, 1972)，工程师 (Kidd, 1970)，企业家 (Cooper Woo 和 Dunkelberg, 1988)，律师 (Wagenaar 和 Keren, 1986)，谈判代表 (Neale 和 Bazerman, 1990)，人们观察到，经理人 (Russo 和 Schoemaker, 1992) 在他们的判断中都表现出过度自信。但在当前市场的丰富分析成果中，理性人与有效市场假说 获得了学界的普遍认可，该理论也可称作传统金融理论，其中最具

---

<sup>2</sup> 凯恩斯著,刘玉波,董波译:《精英的聚会》第三十九章“我的早期信仰”,<http://www.cnread.net/enredelj/swxjk/kaiensij/dyj/>

代表性的理论成果即预期效用，期望在风险和预期报酬间探寻理想中的效用最大化。此处所探讨的风险，是在特殊场景、特殊时间点中某一现象产生的不确定性。从整体的视角来看，投资者会采取风险规避的措施。预期效用理论与市场有效性为基础的各类理论与模型，类似于资产组合、套利定价模型等理论，共同组成经典金融理论框架。

在研究过程中，由于未能充分关注投资者的异质性，这也造成诸多研究与投资市场的实际状况产生偏离，该理论难以阐述 80 年代之后产生的诸多市场“异象”，诸如萨维奇困惑<sup>3</sup>、股利之谜<sup>4</sup>等。

对于完全理性、完美市场的传统金融理论的质疑，部分学者结合心理学的理论，期望从多个视角较为合理地阐述市场现象，行为金融学随之而诞生。1972 年伯曼(Bauman)与斯拉维奇(Slovic)提出“人类决策行为的心理学研究”，对于完善该领域的课题提供了极大的支持。70 年代之后，Tversky 和 Kahneman 对该课题进行了较为深入的分析，著名的《Prospect Theory: an Analysis of Decision Under Risk》之中，对各类问题进行更加详尽的说明与论证，更为系统与深入的探讨了“确定性效应”等问题，其所取得的分析成果对后续研究的完善提供了重要的支持。80 年代之后，行为金融学吸取心理学的成果，使经济学

---

3 人们通常同时购买保险和彩票,他们在购买保险时表现出风险厌恶,但在彩票投资上却表现出一种风险爱好。这种现象又称为“弗里德曼—萨维奇困惑”(Friedman — Svaage Puzzle)。

4 当信息对称时，所有的市场投资者（包括公司自身在内）都具有相同的信息。然而，现实中常见的情况却是信息不对称。信号传递理论认为，在信息不对称的情况下，公司可以通过股利政策向市场传递有关公司未来盈利能力的信息。一般说来，高质量的公司往往愿意通过相对较高的股利支付率把自己同低质量的公司区别开来，以吸引更多的投资者。对市场上的投资者来说，股利政策的差异或许是反映公司质量差异的极有价值的信号。如果公司连续保持较为稳定的股利支付率，那么，投资者就可能对公司未来的盈利能力与现金流量抱有较为乐观的预期。不过，公司以支付现金股利的方式向市场传递信息，通常也要付出较为高昂的代价。这些代价包括：（1）较高的所得税负担；（2）一旦公司因分派现金股利造成现金流量短缺，就有可能被迫重返资本市场发行新股，而这一方面会随之产生必不可少的交易成本，另一方面又会扩大股本，摊薄每股的税后盈利，对公司的市场价值产生不利影响；（3）如果公司因分派现金股利造成投资不足，并丧失有利的投资机会，还会产生一定的机会成本。尽管以派现方式向市场传递利好信号需要付出很高的成本，但为什么公司仍要选择派现作为公司股利支付的主要方式呢？这个难以破解的理论问题被称之为“股利分配之谜”。

家逐渐认识到：投资者所作出的决策并不是单纯依赖理性进行全面的计算，一些影响因素所产生的直接影响更加重要，这也让投资者对认知偏差问题，形成了更为深刻与全面的认知。最近 30 年的时间中，有大量的学者围绕该问题进行深入分析，类似于 Rabin(1998), Shiller(1999), Kahneman 和 Tversky(1979), Shleifer(2000), Shefrin(2000), Hirshleifer(2001)等通过分析总结得出，人的情绪、性格等主观因素，对金融投资存在非常重要的影响，投资者并不是仅仅依靠理性开展决策，认知偏差、外界环境干扰等也有显著的影响。Thaler 和耶鲁大学的 Shiller 等行为金融学者，针对股票回报率的时间序列、投资者心理账户，“羊群效应”、投机价格和流行心态、处置效应、反应过度等课题开展深入分析，该课题的巨大价值获得了各方学者的普遍关注。但是因为 70、80 年代传统金融理论为学术界的主流观点，行为金融学的发展陷入停滞。在 80 年代之后，行为金融理论飞快发展与壮大。1985 年 Debondt 和 Thaler 所创作的《股票市场过度反应了吗?》，助力该理论复苏并且快速发展，这也被学术界视为该领域研究的重要开端。后续，该领域的研究课题有了极大的发展，尤其是 Kahneman 和 Tversky(1979)所完成的前景理论，对于该领域的理论完善提供了非常重要的支持，以心理学与经济学作为基础的研究范式，逐渐成为金融学课题的焦点。

整体而言，行为金融理论在金融学研究的基础上，深度整合了心理学的各类理论与研究方法，类似于认知心理学，在微观层面对此形成更为深刻的认知，深度探究特定行为产生的心理、社会动因，更为理想的阐述、研究和预测金融行业的各种活动。对个人投资者来说，围绕异质性开展深入的研究，有助于更加正确的认知投资者的思考与行为方式，确认投资决策与行为过程的弱点，进一步更好地获利与规避风险。因此对于海外房地产投资，对这一现象进行观察与研究，是十分有必要的。

### 1.1.2 研究意义

新时代国人进行的海外投资，在规模、数量与频率上都不断增加，2003 年快速发展迈进全球市场。根据现有的调查资料，2003 至 2007 年的时间中，中国企业的海外房地产投资规模约为 65 亿人民币，至 2014 年的时候提升到 165 亿美金。海外投资行为中，主要为写字楼、酒店物业。“十二五”之后的“走出去”战略，促成了更大规模的海外投资。在中国投资者增加海外投资的大环境下，深入探讨海外房地产投资的基本流程、特征，察觉其中所存在的各类问题，分析应对方案，具有非常巨大的价值。

当前我国的投资市场中，投资者的非理性因素产生了极大的影响，造成投资市场产生非常显著的起伏与动荡。有何种因素影响与造成此类非理性的心理和行为，实际的作用机理如何，个人投资者应有怎样的认知与控制，怎样更好的实现资本增值、保值与风险规避等目的，对个人投资者而言有着极为关键的理论与实践价值。本文运用行为金融理论开展研究，基于投资者性别异质性的视角，分析投资者性别异质性对海外房地产投资的影响。

本文的理论价值在于：其一，检验行为金融学理论在国内的适用性；其二，深入研究投资者背景和决策行为间的联系，为深入分析投资决策的影响机制提供更为丰富的理论证据，对于完善有限理性理论有非常重要的价值。

本文的实践价值：其一，基于投资者性别异质性的视角，对海外房产投资进行合理阐述与研究，有益于更为正确的认知市场规律；其二，依靠分析投资者背景与投资决策行为之间的联系，帮助管理者更为正确的认知投资行为偏差的内在原因，为公司更为合理地推进后续经营管理提供支持；其三，帮助投资者正确分析实际的决策过程，减少所存在的风险，进而得出更为正确的投资决策，大幅提升最终的收益。

## 1.2 研究内容与方法

### 1.2.1 研究内容

本文的研究内容主要有下述几个章节：

其一，第一章绪论：探讨课题的背景与价值，研究的理论和实践意义，通过文献分析法简要阐述国内外关于行为金融理论的研究结论，分析目前的问题，介绍研究的目标、思路、方法、内容、创新点和局限性，展示课题研究的科学性、有效性和可行性。

其二，第二章理论概述：介绍与本研究相关的行为决策与家庭理财相关理论的基本思想、观点和相关研究，并对国内外研究动态进行评述。

其三，第三章投资者性别异质性对海外房产投资的影响：通过问卷搜集个体投资者背景信息，并配合投资行为问卷获取详细的行为特征与投资数据，在分析过程中使用线性回归的方案，分析性别异质性的投资行为区别。此外，分析女性投资者对于海外房产投资所产生的年龄效应。最后，基于之前的分析，考察投资者教育效应所产生的影响。

其四，第四章结论：结合之前分析总结得出的成果，总结得出论文的研究结论。

### 1.2.2 研究方法

本研究主要采用文献分析法对行为金融学相关理论和基于行为金融学理论的投资者心理和行为研究进行了整理和回顾；通过问卷调查法搜集了研究对象的人口和投资特征信息。在数据统计分析上，使用 **stata** 统计软件对所获得的数据进行实证研究。

## 1.3 核心概念界定

### 1.3.1 经济学中的理性

关于“理性”定义源自于“经济人”。亚当斯密所取得的各种研究成果中，对该“经济人”定义提供了非常重要的理论基础。“经济人”定义涉及三个假设：其一，人均为自私的存在；其二，人会运用理性判断自身获取的信息，进而实现利益最大化；其三，人在求索利益最



大化的过程中，会加速社会的进步和发展。此处的“经济人”，代表实际行为过程存在“经济的”与“理性的”特征，此处的“经济”与“理性”定义作为同义词。因此，这需要“理性人”有三个方面的基本能力：其一，有良好的经济学素养；其二，有稳定的偏好系统，同时可对此进行有效的管理；其三，理性人拥有推演分析的基本能力，同时其所具备的理性推演能力有助于实现利益最大化的目标。Fama(1970)的有效市场假说提出，投资者均为理性的经济人，可对自身所获取的信息开展科学判断，拥有无穷无尽的分析能力，证券市场在任意时间点的价格，都反映该时期的全部市场信息。所以，理性投资者重点涉及下述定义：其一，对任意存在的偏好均为理性的；其二，会在不确定条件中追求冯·纽曼-摩根斯坦（VNM）期望效用函数最大化，并通过该方式来完成最后的决策；其三，参考贝叶斯规则掌握最新的知识，同时对所获取的知识开展科学调整；其四，厌恶风险。

### 1.3.2 有限理性

阿罗(Arrow)在已有研究基础上提出了“有限理性”，认为人所进行的行为为有意识的理性，而且人所拥有的理性是有限的，该理论为“理性”与“非理性”两大定义之间的重要学说。尽管阿罗在自身的研究中正式完成了“有限理性”学说，但是直至西蒙(Simon)的研究发表，才助力该学说发展到主流学界，使该理论在学术领域产生了更加巨大的影响。西蒙在自身的研究之中明确指出，社会中有很大规模的信息和知识，同时各式各样的信息也存在瞬息万变的特征，经济行为人无法拥有全部的信息与知识，所以人们在得到知识与信息并对此进行处理的时候，存在显著的选择性，还会面临情绪、性格等多种因素的综合影响，不同的人对相同知识与信息所进行的阐述会有所区别，同时人们也不希望对所有的决策选项都进行深度的思考或观察，同样也无法全面预判作出某项决策的结果。因为实际存在的“有限理性”的特征，行为人在该特征的影响下最终做出的行为与决策，也并非完全理性的。西蒙在研究中，正式提出了有限理性的“管理人”定义。“管理人”同样是理性和非理性的中

间形态，其在进行活动与决策的过程中，更为关注如何实现令自己“满意”的目标，而非传统“经济人”希望实现的“最优”目标。

投资者是“经济人”或“管理人”之一，非理性、有限理性产生的核心原因是源自于人类特有的心理偏差和外部环境的综合影响（即社会性因素）。投资者的认知与决策等场景中，有较为特殊的动态心理均衡现象，性别、年龄、性格等特质，都会造成投资人对事物面貌的认知有相应的误解。而且在实践之中，时间成本、资金成本等社会性因素，同样会对投资人的认知能力造成极大的影响，进一步造成投资者出现非理性行为。根据研究需要，在本文的分析中，重点考察投资者性别异质性对海外房产投资决策的影响。

### 1.3.3 家庭理财

家庭选择自身资产的行为，可认知为相应的家庭资产配置。一般情况下会将家庭可选定的资产划分成两个类别：保值型和收益型，前者主要为现金、国债等；后者主要为股票、房地产等。资产配置，即个人或者是家庭整体考虑风险态度、收入与消费等要素，确认保值性、收益性资产并进行选择的详细行为与结果。在论文的分析过程中，重点确认性别异质性对海外房产配置所施加的影响。

### 1.3.4 房产投资

房地产是非常古老与年轻的概念，可溯及至人类经济文明的最初时期，在该时期就产生了物质层面的房产。而此类财产的年轻特性又表现为，尽管在实践与经济市场等领域，该定义已有非常丰富的积累，但是在法律层面依旧不存在精准的判断，这也造成《城市房地产管理法》之中，也并未对该定义确认明确、清晰的概念。

在实践之中，房地产的定义在经济层面有非常多的运用，基于表面涵义来分析，其作为房产和地产之间的统称，其所拥有的主要特征为：其一，自然性，代表其实际位置存在不可移动性等特征，同时也存在相应的资源有限性、物业差异性特征；其二，经济性，

主要为生产周期性等特征。在大陆地区，通常情况下会将其称作是房地产，台湾区域通常将其称作是不动产，香港区域通常将其称作是地产。在英语的表述中，通常会将其表述成 **Real Estate**。基于定义来分析，房地产的核心形态为：（1）单纯性地产，也就是不存在地上建筑物，但是可以对土地所有者提供收益；（2）单纯的房产，诸如特殊场景中单独计算相应的地上建筑；（3）地产和房产之间的结合，也就是将建筑与归属土地看作是整体的存在。《固定资产投资效应论》之中所确认的概念为：经济主体为满足自身特定目的，将资金运用到购入、建造固定资产的场景，涉及的经济主体重点为三个类别，即政府机构、企业与个人。其作为建造、购置固定资产行为的总称，房地产经济学认为其包括实物、金融两个领域的投资。房地产投资的概念：即投资者为得到期望的收益，将资本持续投入到房地产领域。整体而言，房地产金融投资是国民经济投资非常关键的构成元素，在本文的分析中，从性别异质性的视角，探讨投资者的该特征对于房地产金融投资所产生的影响。

#### 1.4 创新与研究局限

##### 1.4.1 创新之处

（1）在研究方法上将有限理性的性别异质性引入投资行为研究。运用调查问卷、投资行为问卷，通过搜集个体投资者的多个角度的背景资料和投资行为数据，对这些因素的影响效果进行深入分析。

（2）在研究内容上的创新。海外房产投资已经成为近年来热点，但这一投资行为并没有得到学术界的足够重视，本文基于有限理性，从投资者性别异质性角度，对投资者海外房产投资进行分析。

（3）建立了投资者性别异质性投资行为的影响机制模型。在分别考虑各类因素影响的基础上，综合考虑了多方面因素对投资行为的共同作用，如年龄效应、教育效应，建立了多方面的影响机制模型，为基于行为金融学的投资行为研究提供了实证研究支持。

#### 1.4.2 研究局限

由于研究条件、研究能力所限，本研究也存在以下问题和不足：

（1）对于实际的样本特征，由于实际条件产生的局限性，本研究的样本主要通过问卷、访谈等途径获得，在样本数据的代表性上并不是很理想。或许会因为样本数据的偏差造成系统性、随机性偏差等问题。

（2）研究数据的调研中，依靠网络问卷的方案得到符合需求的研究资料，问卷重点依赖样本自陈的方式进行，若是可以选定更为客观的测量方案，应该能够更好地避免社会期望、人为塑造数据或其他主观因素的干扰。调查问卷无法有效监控各个对象的调查过程，条件控制有待完善，更易面临被调查者态度等构成的影响，这也造成最终获取的结果和真实状况有一定程度的偏差。

（3）变量的选择与定义，自变量的实际认知风格测定与分类有显著的偏差，因为样本规模相对偏小，变量层面，问卷尽管参照先前的分析经验，但是一些变量参考日常经验开展判断，欠缺可靠的理论基础，这也会造成测量效度指标未能达到预期的状态，除此之外，因为研究对象有相对较强的隐私保护思想，部分较为关键的分析资料，类似于资产规模占比等难以得到精准信息，这也是本文的主要缺憾之一。

（4）关于实际的数据分析，因为其中所涉及的变量相对偏多，实际的关系也较为复杂，论文的分析深度有所不足，许多变量的关系，类似于多因素的交互、中介与调节作用缺乏深入分析，许多潜藏于数据之后的潜在结果未能进行有效的分析。

在后续的分析之中，应当至少在以上四个方面有所改进，方才可以提升研究的客观、真实与精确性，提升最终分析结果的生态性，这也有助于最终取得的分析成果，对现实中所进行的投资、决策与管理活动，也有更加理想的指导价值。

## 第二章 理论基础与分析

### 2.1 行为决策理论

该理论源自于投资者理性和非理性的冲突，而这个冲突问题由来已久。在人们的认知里，理性、非理性都是人们认知、改造外部客观世界过程中十分关键的精神要素。而人们对于客观行为的探索和分析，也经历着一个动态的发展过程。过去强调绝对现实化，而如今更为重视相对现实化。Fama（1970）所提出的有效市场假设之中，所有投资者都存在着理性的特征，能够对信息进行快速与精准地判断，根据自身情况进入市场环境中。非理性投资者在竞争环境中假如出现了不当决策的情况，那么将会逐渐被市场淘汰。投资者开展随机交易，可通过套利的方式发展为有效市场，但较长时间的发展中，金融市场有很多难以运用现代金融理论进行科学阐述的异常现象，投资者所进行的投资活动，存在许多和传统金融理论存在显著偏差的行为。市场之中所产生的有限套利等异常问题，在传统金融理论之中未能进行科学地阐述，大量的异象逐渐引发学者们对于理性经济人的质疑，使学界进一步的探索和研究。Kahneman 和 Tversky（1979）认为投资者并不是单纯参照绝对财富获得量进行风险的判断，同时在风险的判断过程中，也不是单纯参考冯·诺依曼（Von Neumann-Morgenstern）的理性假设加以判断，而是参考某些参数开展相应的决策，投资者通常会产生较为接近的非理性行为，同时这一现象也不是偶然的。Shiller（1984）在分析中得出，在应对相同的社会噪声的场景中，投资者集体会显著产生相应的同一非理性偏差。Kahneman 和 Riepe（1998）在分析中论述了传统金融理论之中的基础假设，得出其和投资者的实际行为存在显著偏差，此类质疑都蕴藏完全理性假设的否认。Shleifer（2000）对有效市场的假设进行分析，提出投资者不仅存在非理性的特征，同时在很多场景中都有非理性的现象。学者逐渐将心理学、行为学和社会学等多个领域的学术成果，整合到金融学课题中开展深入的理论分析，这边使行为金融学应运而生并快速发展。

(Kahneman 和 Tversky, 1979; Schleifer 和 Vishny, 1997; Mullainathan 和 Thaler, 2001)。与以往学者们更加重视应该如何决策问题存在明显的不同, 在行为金融理论的框架中更加重视实际如何决策的问题, 强调市场中投资者不同心理因素交织形成的影响作用, 并认为投资者具有明显的有限理性。同时由于有限理性因素的影响, 套利行为由于约束的影响无法出现期望的理性市场效果, 市场存在着非有效性的特征 (李心丹, 2005), 行为金融理论基于心理、行为等视角开展分析, 更为契合与贴近实践状况。

结合前述分析, 当前所运用的行为决策理论已有三大时期的演变: 第一, 否定非理性行为的完全理性决策; 第二, 承认非理性行为的有限理性决策; 第三, 关注非理性行为的非理性决策。多个时期的理论演变, 提出了人类所存在的复杂、不确定性决策的前景理论、后悔理论。该过程彰显了非理性行为, 从最初的面临忽视、轻视以及被高度关注的整体发展进程。

### 2.1.1 完全理性决策

理性经济人属于西方古典经济学的关键基础, 在 18 世纪中后期的时候, 随着《国富论》的诞生, 人们对于经济行为有了更为深入的研究。亚当·斯密提出个人利己主义属于经济行为的目标, 人们为了个人追求利益最大化而出现了利他行为, 这样就形成了“经济人”的概念。在市场的推动作用下, 相关主体为了达到利己的方式, 形成了利他的目标, 最后实现社会利益。和“道德人”等内涵不同, 根据一般人特征所总结得到的经济人假设, 提出相关个体是理性目标的指引下而进行的思考与行为, 同时能够得到最大效用, 其重点表现在物质领域的补偿, 同时也符合理性心理预期。尽管不同个体地位存在差异, 不过追求个体差异的目标是一致的。行为的动机目标是为了让个体利益实现最大, 为了达到这一目标, 此时人们会利用各种工具以及方案, 这其中体现了理性的含义。(Howlett 和 Ramesh, 1998)。西方经济学领域的一些学者提出, 经济人的主要表现在理性思考、参与

社会活动，结合理性思考而进行逻辑分析，从而处理经济领域的一系列问题。通过完全理性、自利原则等发展而形成的经济人假说，为后续的发展提供了便利的条件。

预期效用理论的建设优化了“完全理性”的相关假设。19世纪马歇尔（Alfred Marshall）等在研究之中，将个人、企业与政府三个因素，依靠效用函数的方式创建彼此之间的联系，进一步建立“理性经济人”的基础架构，分析怎样实现更加理想的效用。50年代冯·纽曼-摩根斯坦（Von Neumann & Morgenstern）在认为，社会中个体将会遵循“理性偏好”，从而创建了相应的效用函数，其在分析中围绕博弈这一话题深入分析，探讨人们在博弈活动之中怎样进行决策。在完全理性的预期下，决策主体会拥有较为明确的目标，科学认知决策需要的全面、正确的讯息，后续依靠专业的信息分析以及处理，进一步拟定多个行动方案。多个方案可产生的结果都会有相应的期望值，理性人会对此类期望数据开展排序，选定最为理想的方案。期望值的一般准则是效用，即为方案实际创造的收益或者损失，并包含这种方案决策对于人们所形成的主观认识以及具体反应。冯·纽曼等人提出赌博或许会产生概率平均，赌博者也会遵照效用最大化的基本准则，进而得出了最大期望效用理论。预期效用理论作为“完全理性”假设之上的进一步优化与推广，从数学的角度开始，对于完全理性假设是一个良好的支撑。该理论认为相关投资人员在面临不确定性的环境下，其做出的决策行为将会时面临着期望财富与实际结果之间概率大小的影响作用。理性个体在开展优化选择的过程中，多数会计算实际掌握的资金量与实际的结果产生概率，参考针对实际状况的全方位研究、针对结果影响因素开展全面的分析，从而进行更为精准与合理的决策。李心丹（2005）围绕理性投资者在不确定场景中的决策行为开展更加简易与精准的表述。随着完全理性决策理论的发展以及相关研究成果的逐渐涌现，加速了行为决策科学的不断发展和优化，期望效用理论深入理性人应对风险问题之时实际的决策行为，但是在实际分

析与处理问题的实践中，非常复杂的投资者行为有过度抽象、过度绝对的问题，这也造成理性决策产生了过度偏执的问题。

### 2.1.2 有限理性决策

在实际情形中，因为各种条件以及影响因素，人们无法达到理想情形下的完全理性，实际上是一种不完全的理性模式，但这仅仅是程度上的差异。伴随相关研究的发展，学者们慢慢认识到，基于经济人假说下关于理性决策的理论分析的是理想化的，其决策分析需要基于一定的理想前提，和实际生活存在较大的出入。Allais 悖论与 Ellsberg 悖论就在某种意义上否定了最大期望效用理论的正确性。学者阿莱(Maurice Allais)于 1952 年所创建的阿莱悖论，认为完全理性决策理论存在一定的不正确性，并利用设计一定的情境完成了验证分析的过程：“A：你有100%的概率获取到100万元”以及“B：你有10%的概率获取到500万元，89%的概率获取到100万元，不过具有 1%的概率将会一无所获”，这种情况下，受调查的人员更多地都愿意选定 A，不过在选择对象变成“C：你有11%的概率获取到100万元，89%的概率将会一无所获”以及“D：你有 10%的概率获取到500万元，90%的概率将会一无所获”时，很多受调查人员都认为自己会选定 D。

基于数学的层面来分析，运算并分析相应的期望值与效用值，随后认识到所得结果和预期效应最大化存在出入。在后续的发展中，艾尔斯伯格(Daniel Ellsberg)在 1961 年所创建的悖论对期望效用理论提出了批判，提出做出决策的人员对不确定的方案一般会采取回避或者视而不见的态度，这和期望效用最大化的概念是背道而驰的。后续发展中，研究人员进一步认识到实际情形中的决策人员并非全部遵守理性原则，同时对决策行为全面探索分析，实现了多样化的成果。

在实际决策环节中，个体所表现出来的和理性准则相违背的行为引起了很多研究人员的兴趣，人们对此进行了充分的研究，这也促进有限理性决策行为的研究不断发展。在上



世纪 50 年代的时候，学者阿罗(Arrow)在研究中提出，因为面临着环境以及个人能力等多方面的影响，个体行为所表现出来的理性是有意识的，而且这种理性并非是无条件的、无限的。赫伯特·西蒙(Herbert Simon)对有限理性展开了一系列的探索分析，并创建了满意准则等概念，认为应该通过“社会人”等概念替换“经济人”的概念，“有限理性”替换“完全理性”等，这大大延伸了决策方面的研究内涵，并基于此衍生了有限理性决策理论，有限理性不是完全理性，也不是完全非理性，而是一个中间过渡的概念，是面临一定限制条件下形成的理性，更近似于问题根本的认知。

人们在数据处理的环节中，将会面临着环境、能力等多方面的限制。有限理性的概念仅仅分析了影响决策者的各种不利因素，所以和实际生活更为类似。Simon(1972)认为有限理性是决策个体一种更加稳定的常见状况，绝对理性是难以实现的理性模式，制约人们做出理想决策的关联因素多种多样，比如未知风险、不确定性等等。此外，因为决策者所获得的信息体现出不完全性，在获取成本、个体偏爱等方面也具有不同，就算是相同的决策结果也将产生差异性的满意度。相较于效用最大化函数等概念所给出的决策，在有限理性与满意度原则下形成的决策同样具有差异性。西蒙(Simon)等人创建的模型中，提出有限理性重点表现在已掌握信息的缺乏以及未来信息获取能力不足上，决策过程的限制必然会造成决策结果的局限。从本质上来看，有限理性的发展是基于过去的经验结果而形成的，是理性主义的蜕变和发展(王国成,2012)。

### 2.1.3 前景理论

在亚当·斯密的之后，行为决策方面的重大研究突破是 Kahneman 和 Tversky(1979)等人创建的前景理论。在实现决策工作时，因为面临着情感、心态等因素的作用，所以人们的判断力与自我管理能力受到影响。另外，由于认知上的不足，人们常常无法认识或者把握所遇到的困难，不能达到理性决策，其具体的决策环节为：在有限理性的状态下，人们

利用自身的能力，努力分析和预测后续的发展趋势以及存在的风险，从而达到一定程度的利益诉求。另外，决策面临着文化习俗等多方面因素的影响作用，所以不确定性很多。前景理论主要阐述了不确定环境下的决策过程，并系统分析了实际选择和传统理性观点不吻合的情况。根据这种理论，提出决策是对不同方案的未来“前景”进行预测、分析，同时人们在实际风险中所进行的决策并不会全部根据理性的期望效用理论。总的来说，前景理论从复杂真实的决策环境中，提炼并阐述了相关决策者的具体决策特征。

前景理论对于决策问题划分成编辑环节以及评估环节。在第一个环节，决策者在接收相应的信息后，进行归类、处理等操作。在第二个环节，决策人员通过价值函数等，从而对不同方案设定相应的效用值，从而完成方案的选择。在实际情况下，人们常常会设定相应的参照点，此时在这个点的两侧将会形成不同的选择偏好，在全部决策环节中，人们将会面临参照点等多方面的因素作用，同时具有自身认知的不足。根据前景理论的观点，在出现收益时人们一般会努力规避风险，但是出现损失时又表现出对于风险的偏好性，这是由于损失形成的挫败感更甚于收益形成的满足感。因此为了避免损失带来的挫折，人们愿意实施投机行为，这和高估小概率事件、头脑发热买彩票等情况较为类似。在决策问题中，对于感知价值的函数而言，其外观上将相应的参考点设定为拐点，基本呈现为“S”型，小于该位置的部分即为损失，超过的即为收益，和参考点保持距离一致的损失点以及收益点，此时的切线斜率更大。

因为人们的自身认知、决策环境以及外部场合等存在明显的不同，因此实际环境中，人们做出决策时将会表现出明显的独立性、差异性，总体也是一个复杂的过程，所以决策过程是独立的，两个全部一致的决策过程，几乎是不存在的。前景理论高度考虑了有限理性人的概念以及决策方案，在后面的研究中不断丰富以及拓展。前景理论可以很好地阐述我们实际生活中常常出现的一些非理性行为，让人们可以从一个新的角度认识这些经济决

策行为，其相应的主观价值函数可以阐述心理账户存在差异情况下形成的决策上的不同(Thaler,1985)。禀赋效应的形成是由于人们对于失与得的态度，人们总是欣喜拥有担忧失去，所以认为自己具备的物品物超所值(Tversky 和 Kahneman., 1991)。通过损失厌恶理论研究处置效应，可以认识到很多投资者的参照点一般都是买入价格，在自身的股票获利时，因为认为确定性收益所以会及时出售从而赚取收益。在出现亏损的情况下，为了规避，一般会继续持有股票(Weber 和 Camerer, 1998)。而维持现状偏差等一些经济领域常常出现的非理性行为，同样也可以通过前景理论进行系统地阐述。

#### 2.1.4 后悔理论

该理论从批判最大效用理论的角度，提出实际情形和可能性结果之间的反差是造成后悔的根本原因。在人们认识到当初没有坚持的方案可能会带来更为理想的结果时，将会出现后悔。而出现这种后悔体验和想法，在人们重新进行决策时将会面临其实际产生的影响，对多种方案产生相应的预期。该理论明确了在不确定环境下不同方案的效用情况，人们在决策过程中不同方案造成的后悔预期，将是关系决策最为重要的因素。Savage(1954)认为决策过程可以理解为对不同方案最小后悔的分析对比，是人们选择最小后悔预期中，选定效用最大的方案，也就是“最大最小化后悔”过程。因为决策环节中非理性行为不能通过单因素函数来描述，Loomes 和 Sugden(1982)、Bell(1982)提出，在分析决策问题时必须要考虑到后悔的影响，把后悔因素引进到相应的理论模型中。Connolly 和 Reb(2005)认为后悔理论最重要的前提为后悔厌恶，这是探索与分析决策心理的重要基础。Connolly 和 Zeelenberg(2002)认为，倘若决策者对于决策环节以及结果持有不同意见，将会形成后悔，在意见比较大的情况下，此时后悔情况更为严重，满意度和后悔度之间为反比的关系。根据决策环节的差异，后悔具体可以划分成预期后悔、体验后悔两类。前者出现在进行决策前，“最大最小化后悔”准则将会让人们提前分析多种方案的后悔程度，形

成预期后悔 (Janis 和 Mann, 1977), 当决策人员对目标对象形成了一定的后悔预期, 也就是放弃某一选择会造成损失, 在后悔厌恶的作用下, 决策人员为了避免后悔, 依然会选择放弃的态度, 选择承担损失并非面对后悔 (Zeelenberg, 1999; Connolly 和 Butler, 2006), 这种情况下决策者仅仅形成了预期后悔, 并非存在体验后悔。而体验后悔出现在结果形成后, 此时人们选定的方案并未实现预期的期待, 未遵循的方案被证实可以创造更大效益, 决策者需要付出代价并体验后悔 (Zeelenberg 和 Beattie, 1996)。持续完善和补充的后悔理论可以对更多的非理性行为给与阐述、解释。通过这种理论来分析处置效应, Krähmer 和 Stone (2013) 证明了人们为什么偏爱稳定性, 以及更加青睐确定性。

结合以上阐述分析, 伴随着社会实践的发展以及人们认知、理论研究的拓展进步, 行为决策理论也是一个不断变化和完善的过程, 从完全理性经纪人的概念逐渐发展到有限理性社会人的概念。从有限理性的视角来分析, 个体决策其实可以理解为后续发展的不确定性选择, 而行为决策观点认为, 人们决策过程中将会面临着过度自信等因素的影响。决策行为的讨论分析, 从最初的理想化假设不断发展到更加复杂、更加真实的分析决策过程, 其含有特定领域对非理性行为的预期。根据完全理性经济人的概念, 假设决策人员不具有非理性行为, 有限理性的前提下人们并不是保持绝对理性的个体, 实际上是具有非理性行为的个体。不过在生活中, 有限理性在决策时形成的行为更多地会由于决策者的具体情况差别而产生差异。行为决策理论表明了决策者大量面临着有限理性的影响, 不过详细到不同的主体身上, 难以给出更加明确的阐述和深入的界定。本文在决策理论前提下, 结合当下的一些假设, 研究了相关主体的有限理性行为对海外房产交易的影响因素。

## 2.2 家庭理财行为的研究

### 2.2.1 生命周期理论

该理论最先是通过 F·Modigliani 和 Richard Brumberg、Albert Ando 等学者共同提出

的，通过对于家庭消费行为深入的阐述分析，提出家庭将会按照整个周期的预期收入情况划定消费支出，为达到整个周期中消费效应的最大化，不同家庭都需要认真考虑每个节点上的具体消费以及储蓄情况，对于不同的时间点都完成准确合理的消费行为。结合生命周期理论，每个家庭在理财问题时都要结合自身的使用寿命情况，科学划分相应的资金情况，运用更加合理的理财方案，从而为家庭创造更大的理财效用。

### 2.2.2 资产组合理论

该理论最先是 **Markowitz** 在上世纪中叶的时候创建起来的，其研究了不同证券的资产组合，同时给出了具体的收益、风险运算公式。符合下面两个要求的组合才能叫做有效资产组合：第一，在一定的标准差或者风险状态下，这种投资组合具有最大的平均收益；第二，在相应的平均收益下，此时的组合具有最低的标准差或者将风险控制更低水平。伴随投资组合中资产类型与规模的扩大，此时面临的风险将会持续减小。另外，组合管理的成本也在变大。**Markowitz** 的理论可以更好地指导家庭理财规划，不同家庭按照自身的理财期望与风险偏爱购买多种产品，创建相应的资产组合，将风险减小到更低水平。

### 2.2.3 风险管理理论

该理论是在有效市场假说的基础上，结合一些具体的案例来梳理风险控制的经验，同时结合套利定价、期权定价等概念，发展来的多种评估模型。在上世纪 70 年代之前，金融风险管理主要是围绕负债、资产等而进行，而在 1973 年创建的 **Black-Schole-Merton** 定价模型，对于相关风险的管理和分析带来了更多的支撑。目前的多样化风险管理概念中，**VaR (Value at Risk)** 是实现最充分运用的定价工具。在理财的问题上，家庭需要具有风险管理的概念，强化风险的管理。

### 2.3 女性投资者

一些研究试图确定心理学文献中男性和女性在风险偏好上的差异是否会转化为投资选择上的差异。Cohn, Lewellen, Lease, 和 Schlarbaum (1975) 和 Riley 和 Chow (1992) 最早的研究发现女性比男性更厌恶风险。后来 Bajtelsmit 和 Vanderhei (1997) 专门研究了美国投资者的养老金选择, 并得出结论, 即使在作者控制了收入和年龄后, 女性通常选择风险较小的养老金基金。

经济学家和政策制定者在许多不同领域观察到性别差异, 包括消费、投资等。心理学和社会学的大量文献表明, 女性比男性更厌恶风险 (Olsen 和 Cox, 2001; Jianakoplos 和 Bernasek, 1998; Bernasek 和 Shwiff, 2001)。Byrnes, Miller 和 Schafer (1999) 在不同的环境下比较了男性和女性投资者的冒险倾向, 发现女性比男性更厌恶风险。Arch (1993) 解释了这一现象, 声称男性更可能将危险的情况视为需要的挑战, 而女性则倾向于将这些情况视为鼓励回避的威胁。与这些文献相比, 在经济学中, 研究主要集中在对金融风险的态度上, 关于性别差异的证据则更为复杂。Eckel 和 Grossman (2003) 调查了经济学文献, 比较了抽象博弈、背景实验和实地研究的数据。他们得出的结论是, 虽然实地调查的结果表明女性更抗拒风险, 但实验室实验的结果却不那么明确。例如, 在一个赌博的实验室实验中, Holt 和 Laury (2002) 对赌博的规模看法有所不同。当实际激励的规模增加时, 所有的投资者都更加厌恶风险。然而, 在低报酬的决策中, 女性比男性更厌恶风险, 在高回报决策中没有发现性别差异。同时使用的数据来自消费者金融调查, Jianakoplos 和 Bernasek (1998) 研究了单身男性、单身女性和已婚夫妇的投资行为。他们利用风险资产与财富的比率作为因变量, 在控制了年龄、教育程度、子女和房产所有权等因素后, 单身女性明显比单身男性更厌恶风险 (也就是说, 在财富中持有的风险资产比例更小)。Bernasek 和 Shwiff (2001) 通过获得关于家庭决策者的性别和家庭财务决策过程的详细信息

来克服这一问题。通过对大学教职员工养老金投资的调查，发现女性倾向于规避风险。此外，配偶愿意承担更多风险的男性比配偶不愿意承担风险的男性在固定缴款养老金中分配的比例更大，处境相同的女性在分配其固定缴款时承担的风险较小。Hinz, McCarthy 和 Turner(1997)，女性对养老金资产的投资比男性更为保守。

此外，有少文献表明男性比女性更自负（Lundeberg, Fox, 和 Punóchaí, 1994）。有几项研究证实，在被认为是男性领域的任务中，自信心的差异最大（Deaux 和 Emswiler, 1974; Lenney, 1977; Beyer 和 Bowden, 1997）。例如，Barber 和 Odean(2001)认为男性投资者比女性投资者在股票市场过度交易，可能是因为他们对自己的能力更有信心，而在计入交易成本后，交易量较多的投资者回报逊于相关基准回报率。一个过度自信的投资者高估了其信息的精确性，从而高估了预期的交易收益。他甚至可能在实际预期净收益为负的情况下进行交易。对于女性投资人员来说，Tversky 和 Fox（1995）提出风险预期中的概念是一定且明确的。Goette et al.（2004）结合性别差异进行分析，提出性别因素同样会影响到人们对于风险的偏好以及认知。学者在通过数据资料的研究处理后认识到，整体来说，男女在价值函数上比较接近，不过在权重函数上存在重要差异。女性对概率的敏感度显然小于男性，男性一般持有更加乐观的态度，认为更大可能出现收益不佳情况，担忧风险。施海燕等（2007）学者认为前景理论结合实际生活中人们的心理特征进行考虑，更加接近生活，体现出实际生活中具有的一些经济问题，前景光明。蔡志杰（2005）经过研究证实，一个理性个体在符合一定公理的基础上，决策权重与客观概率是一致。马健等学者（2011）对于投资人员的风险偏好划分成保守型，中间型等几种，同时引进了相应的价值函数，同时将投资者的主观偏好考虑在内，从而让前景理论和人们的客观生活更加吻合。

结合国内外范围内的文献检索，可以得到下述认知：首先，对于有限理论的研究近年来实现了巨大的突破，特别是近些年人们在金融学方面的分析更加深入，对于家庭理财的行为增加，理论更加完善；其次，对于该课题中有限理性问题的分析主要为证券市场，家庭理财领域涉及不多。所以，本文结合家庭理财行为展开分析，并基于投资者性别角度分析对房产投资的影响作用。



### 第三章 女性投资者对海外房产投资的实证研究

#### 3.1 理论分析与研究假设

在经济学中，有关“理性人假设”一直是主流经济学中一直关注的问题。关于理性人假设主要有两个方面，其一为所有经济活动参与者都是自私自利的，并且个体决策的主要目标是个人利益最大化，其二是所有经济活动参与者都是理性的，参与人对市场运行都保持理性预期，投资收益最大化是其主要目标。但这种理想状态下的理性人几乎没有，投资者很容易受市场情绪影响，很难实现完全理性，由此出现投资者的“有限理性”，异质投资者特有的心理偏差和外部环境的综合影响，投资者的认知与决策等场景中，投资者性别、年龄、性格等特质，都影响投资者的认知，导致投资者出现非理性行为或有限理性（Simon, 1995, 2000; Kahneman & Tversky, 1979）。本文将从有限理性行为的过度自信角度，研究投资者性别异质性对海外房产投资的影响。

关于投资者的有限理性的表现很多，如前景理论（Kahneman & Tversky, 1979; Tversky & Fox, 1995; 施海燕和施放, 2007），有限关注（Miller, 1956; Kahneman, 2003; Sims, 2003; Woodford, 2008）和锚定与调整（Koszegi & Rabin, 2004; Yogo, 2008; 王强松, 2011）等方面，本文从投资者过度自信角度研究性别异质性对海外房产投资的影响。在经济管理领域，大量研究对性别异质性导致的有限理性进行了研究，如在企业决策方面，关于企业多元化、成长性等公司转型治理中，女性管理者往往比男性高管获得更高绩效表现。由于女性谨慎理性的心理特征，女性企业家在企业经营发展中往往带来了更加稳健的成长性和持续性，特别是商业模式创新过程中，女性管理者比男性管理者的创新绩效更高（Boden & Nucci, 2000）。Peng（2007）认为由于男性高管的过于自信，男性管理者对企业现金流更为敏感。又如，在一系列研究董事会多样性的文献中，学者们普遍发现女性董事会成员会对公司价值、公司治理、公司经营风险、公司债务杠杆、公司并购行为、财

务报告质量等方面带来显著影响（Adams & Ferreira, 2009; Srinidhi et al., 2011; Ahern and Dittmar, 2012; Sila and Hagendorff, 2016）。李心丹等(2002)运用某证券营业部 7894 例数据进行研究，分析所产生的过度自信、过度交易，分析得出国内的个人投资者，的确有前述的认知偏误。Barber与Odean(2001, 2002)运用一些账户数据，探讨性别差异对于投资收益所产生的影响，得出男性投资者的收益更小、交易频率更高，探究导致该区别的核心原因，作者指出该区别源自于男性的过度自信。蔡莉等(2005)围绕创业者性别进行研究、Waston与Mc Naughton(2007)在对养老基金的分析之中，察觉到投资决策的场景中，男性相较于女性而言更为自信。

根据胡润研究院的调查发现，“分散风险”是中国高净值人群购置全球房产的最主要原因<sup>5</sup>。2017年第三季度全国GDP增速为6.8%，国内经济陷入增长缓慢期；加之最近人民币汇率的低迷不振，越来越多高净值人群开始放眼于全球，并寄希望于通过海外资产配置的方式来实现自身的资产保值。而且国外房地产市场法规完善，无形中为购房者提供了购房保障，由于大多数国家的房产为永久产权，业主拥有该地块的永久使用权，其房屋的价值也会由于土地的增值而增值。投资海外房产可以使你的财富和生活更多样化，为你提供更多的可能性。海外房产在你的总资产中扮演着一个“政策保险”的角色，来预防各种经济政治的不利因素造成的冲击。购买海外资产是保护资产的有效手段，在所在国之外投资房产，可以有效的把所在区域的风险和你的资产进行隔离，从而降低所在国不安定因素对自己资产造成的威胁。另一方面，假如投资者所在国正在经历金融危机或其他的危机，其海外资产可能在这时成为救命稻草。即使从法律风险考虑，即使被诉讼，海外资产由于管辖权的问题也会变得更安全。投资国际房地产可以使资产免受各种不利事件的影响。其实，很多在海外尤其发达国家购买房产的人，不仅仅看重当地的房地产市场，更多的是出于对现

---

<sup>5</sup>数据来源：<https://mp.weixin.qq.com/s/V-vxmoIwu3wWkZWN-Gdq1A>（）

状的担忧，可能对现有的形势和未来的经济并不乐观。这驱使他们大幅的扩展海外房产投资。其他问题例如货币贬值、贸易纠纷、局势不稳定甚至更迭都会使投资者变得更焦虑。因此他们想把资产投资在一个更稳健的市场作为“政策保险”保护自己的财产。

此外，对于生活、居住地风险角度来看，当在另一个国家投资房产，在可预见的将来可能会在当地居住一段时间。因为已经在当地有了房产，就不需要为了长期居住考虑租房，完全可以住在自己拥有的房产，享受不一样的生活方式。虽然投资居留项目各不相同，但许多国家都允许在投资足够大的情况下获得一年或更长时间的居留许可，而且有相当数量的国家会允许在那里待一段时间后申请永久居留权或公民身份。如果在一个使用不同货币的国家购买房地产，还能获得货币多样化的额外好处，对未来孩子上学，养老生活都大有益处。在最坏的情况下，不得不永远离开祖国，在世界上一个更和平的地方会有一个家。

基于有限理性的视角来看，男性往往有更多的过度自信，认为自身掌握的信息可支持交易行为，但事实上此类信息无法创造投资收益，在此情况下交易次数显著更多，有明显偏高的换手率，还存在过度交易的现象，也会更多进行追涨杀跌，存在较为显著的极端倾向。在过度自信的影响下，该交易会更加的频繁，计算交易成本所构成的影响，实际产生的收益通常显著小于平均数值。相比较而言，女性投资者在投资活动中往往不会产生过度自信的行为，这使女性投资者的投资决策更加理性，由于对当前国内投资者更为熟悉的保本升值渠道——国内房产，因为近段时间的限制不断增加，随之而来的，全球核心资产的价格势必将迎来一波水涨船高。面对通胀的压力，货币资金大幅度贬值，为了抵御这种压力，配置全球核心大城市的资产将成为很多投资者的选择，而且在当前局势下，分散投资风险的重要性不言而喻，长期来看，通胀普遍存在于每一类货币，不同货币之间的汇率也

是持续波动，这些是无法预测的，所以投资者增加资产中的货币种类不失为理性之举，结合投资者性别异质性的理性程度，本文提出下述的假设：

**H1:** 女性投资者作为决策人往往提高了海外房产投资交易达成的概率。

自然人作为经济社会投资者中非常重要的组成部分，年龄结构会对个体的经济活动产生行为上的区别。人口年龄结构会对于投资者偏好产生极为重大的影响。通常来说，投资者在多个年龄段，财富水平与心理成熟度等多个领域都会有显著的区别。多个年龄段的投资者，最终所完成的投资决策有多种风险偏好与承受能力。一般情况下，因为老年人收入来源相对较少，财富水平产生了显著的降低，为防止自身资产遭遇显著的损失，老年人会选择风险相对偏低或是无风险的资产。年轻人与之截然不同，应对所存在的各类风险，年轻人或许因为自身掌握更多禀赋，进而有喜好冒险的特征，更多的选择高风险资产，还有相对较强的投机心理。通过此类分析可发现，投资者实际的年龄相对偏高，实际风险承受能力也会不断降低。除此之外，年龄相对较小、年龄相对较大的人承担风险的能力偏差，中年人应对风险的过程中，风险承受力会相对偏强。在较为年轻的情况下，实际的收入水平以及掌握的财务都显著偏少，还需要应对房产消费等极大的压力，所以不管是基于风险资产的绝对持有量或者说财富占比的视角来分析，在遭遇风险的情况下，年轻人对抗或承担风险的能力显著偏差。与之相同的是，对老年群体而言，尽管其掌握更大规模的积累财产，但因为无法藉此获得收益，为应对医疗、健康保险等开支，实际持有的财富水平会持续减少，所以为确保资产有符合要求的稳定与流动性，老年人所进行的投资决策会更为保守。

在 50 年代之后，我国研究者就深入分析年龄结构所产生的影响。分析发现唯有时间会影响最终的选择行为，投资者年龄并不会造成此类影响，实际存在的时间延迟现象，对于投资者行为所施加的影响会产生一定程度的下降，但是因为未能充分关注或许对投资决

策造成影响的各类要素，造成最终所完成的分析依旧有许多缺陷。结合相关调研资料与经验，察觉到许多年轻家庭遭遇显著经济约束的情况下，极少会进行风险资产的投资，在经济向好的环境下，会有大量的投资者涌入到资本市场。除此之外，伴随年龄产生变化，投资者应对风险的态度也会有显著转变，居民会从年轻之时的风险偏好，转变为高龄群体的风险厌恶，相较于年轻群体而言，年老群体在开展投资的时候，会更多选择安全性更为理想的资产（类似于国家债券）。

相较于国外研究者而言，我国研究者针对年龄结构所构成的影响所推进的分析显著偏晚。夏森等（2011）在分析中提出，伴随投资者年龄结构所产生的转变，实际的资产配置产生了相应的持续转变，根据 1990—2011 年的省际面板数据，通过实证研究的方式确认年龄结构所施加的影响，最终得出老年抚养比对于固定资产投资产生了重要的推动效果，少儿抚养比对此并未产生抑制影响。此外，运用空间计量模型的方案进行实例研究，论证居民储蓄率所存在的空间效应，其中涉及到抚养比等指标所构成的影响。

投资者实际采用的资产配置与收益，和年龄等特征存在密切联系。运用 1992-2001 年间的调查资料，Faig 与 Shum（2006）的分析可得出，年龄等因素的区别会对投资者的股票持有产生明显的正向影响，而且家庭拥有股票的行为会和实际拥有的风险产品种类有反向联系。王美金（2005）在研究中得出，和年轻投资者进行对比，年老群体的风险承担能力相对较差，这也会造成年龄较大的投资者会存在更加明显的售盈持亏之倾向，因此大龄投资者有更为明显的处置效应。结合广东七大城市 2059 名居民的调研资料，李涛（2006）运用 Probit 模型深入分析社会互动和信任，对于居民投资股市等行为所构成的影响。谭松涛等（2006）运用证券营业厅 16577 个样本，分析所存在的过度交易问题，后续，谭松涛等（2012）深入分析投资者经验所构成的影响，得出多种性别与年龄组别的投资者，实际获取的收益存在非常显著的区别。Frino（2015）等结合澳大利亚的案例开

展分析，探讨年龄因素对处置效应的影响，分析得出大龄投资者有显著的损失厌恶，进一步产生了相对更大的处置效应。但周铭川等（2011）并没有察觉到年龄和处置效应间的明显关系。通过该分析可发现，年龄差异或许会对最终的投资决策产生多种影响，年龄对于厌恶风险的实际指标会产生非常明显的影响，上述所取得的分析结论可得出，因为女性群体存在的谨慎性特征，让女性投资者的实决策状况，会较大幅度的促成海外房产投资，因年龄因素所产生的谨慎性也可能会促成海外房产投资。在此基础上，得出下述的假设

## H2,

**H2:** 投资者年龄越高，女性投资者投资海外房产的可能性越大。

在近些年发展过程中，金融知识以及教育经历，会对于投资行为产生显著的影响，这一效应获得了各方面的普遍讨论。学历作为能力非常重要的反映，学历越高，那么实际能力也会相对更强，拥有更为全面金融认知的情况下，实际的投资者决策水平也会相对更高。除此之外，实际的学历反映背景也会有所区别，针对风险承担能力所构成的影响存在显著区别。实际的受教育状况，重点依靠下述两大路径影响投资者：

（1）学历会对于金融认知产生显著影响，在此基础上影响投资者行为。其一，教育水平相对较高的人群（学历高），具备更加丰富的知识储备，更为强悍的学习以及分析能力，可以获得更为丰富的金融市场数据；其二，教育水平相对更高，那么对风险的控制能力也会相对更强，市场时机选择也会更为完善。Lusardi 与 Mitchell(2008)在分析之中提出，低学历作为影响金融认知的核心原因，若是实际金融认知储备显著偏少，那么其对股票市场的模型不确定性会相对偏高（Uppal 和 Wang,2003），进而会造成实际预测能力相对偏差，干扰最后的决策行为。一般来说，学历相对偏高的投资者关于金融知识的认知更加理想，所以投资者有良好的风险承担力（Vissing-Jorgensen,2002）。除此之外，多方面的经验分析可得出，学历在一定程度上反映了投资者的认知能力，拥有更高学历的投资

者，加入到风险资产投资的几率会相对偏高。Frederick（2006）与 Dohmen（2010）等将 IQ 看作是认知能力的重要替代变量，相关分析得出，IQ 相对较高的人，有更大的几率加入到股票市场。所以，受教育程度的区别会对于金融认知产生显著影响，进一步影响投资行为。

（2）受教育经历会影响投资人的收入水平，并通过该机制进一步影响投资人的行为决策。Guiso 与 Paiella（2008）所进行的分析得出，收入波动较大的人群，有更为厌恶风险的特性。Paiella 等（2009）在分析中提出，劳动收入不确定性较大的场景中，投资者会减少对股票市场的投入。徐舒等（2011）在研究中提出学历有益于减少所存在的失业风险，高学历群体的收入风险显著偏低。除此之外，还有报道指出投资风险资产的意愿，会面临多种形态收入风险所构成的显著影响。在此基础上得出下述假设：

**H3:** 受教育的水平越高，女性决策者对海外房产投资的可能性越大。

## 3.2 研究设计

### 3.2.1 样本选择与数据来源

基于有限理性假设，本文尝试探讨性别异质性决策者是否影响了海外房产投资决策。家庭资产管理通常是由夫妻共同做出的，而夫妻之间可能经常存在分歧，因此双方之间的任何不平等都可能产生重大影响，本文尝试解决从女性投资者作为决策人的角度研究其对海外房产投资的影响。在本文的分析中，主要考察女性作为海外房产管理中是否作为决策人的样本，围绕中国家庭投资者开展针对性的调研分析，在实际进行的调研过程中，运用抽样调查的方案，在全国寻找符合要求的研究样本，选择多个区域与特征群体的投资者开展调研，通过此类方式保障样本的科学性、全面性与代表性。对加入到此次调研的研究者，运用邮寄问卷、实际调研、电话与网络、约谈与问答等多个方式的结合运用，获得符合需求的第一手资料，获得有关研究的详细资料。调研主要有下述特征：第一，样本规模较为

庞大。调研的样本数目为 600 份，最终完成回收的数量为 500 份，排除其中无效部分 193 份，最终获得的有效样本为 307。而且各个组别的投资者样本都涉及多种性别、多个年龄组别的样本，同时分布配比和具体状况较为契合，可以更为合理地表现多种投资者的实际状况。

初期的问卷调研采取下述流程：其一，完成调研问卷，配合专家咨询以及投资者访谈的方案，整理文献整理与研究等内容，完成适用于投资者有限理性测量的专业问卷；其二，选定实际的调研对象，结合实际的研究内容与初步问卷需求，为规避所存在的选择性偏差问题，参考多样性、全面性的原则开展调研数据的选择；其三，发放问卷，位于北京、上海、成都等区域组织调研，依靠拜访、约谈与考察等多个方案的结合运用，进行较为全面的实地调研，从而获得符合需求的样本资料，同时在调研之中组织发放问卷、获得所需求的可靠数据与资料；其四，整理与加工，对初期调研获取的问卷与资料，开展相应的整理、逻辑分析和深度加工，从而获得精简、真实的调研数据；其五，整理所获取的研究数据，依靠问卷获取的数据与资料，整理得出论文研究所需求的重要数据与资料。

在研究中，首先需要完成前期调研工作与样表的设计工作。为保障问卷有符合要求的科学性，在问卷的设计过程中整体考虑经典理论、成熟量表等重要的学术成果，并且结合中国投资者的特征，进而完成基本的调研问卷。参考当前的初步问卷，开展相应的专家咨询与访谈活动，结合调研数据察觉所存在的问题，同时开展相应的补充与优化，拟定满足研究需求的专业样表。因为涉及的测量类别较为丰富，而且为提升最终的测量精度，部分因素会设计多道题目重复开展验证与测量，类似于相对隐私的收入水平等指标。题目设计需要足够明确、简洁与通俗。确保在后续的分析中，可结合统计与研究的需求围绕答案开展编码处理，有益于后续更加高效的开展数据筛查和实例研究。除此之外，对有限理性因素进行调研的过程中，需要运用较多的数学计算。为提升受调查者的兴趣，避免因为无趣、



错误理解造成的无效问卷，问卷对各类非理性行为都采取了较为风趣、简易的场景设计，从而提升受调查者的理解与回答的便捷性，在较为短暂的时间中即可完成选择。问卷情境性重点为：提供更加明确的定性和定量表述，从而将情境元素有效整合至测量问卷，通过此类方式来强化情境嵌入，引导受调查者更好地融入到决策情境。参考调研对象所填写的投资决策、调研数据。在实际的测试程序中，进行决策的过程中重点参照给定情境，此外，并未提供其它信息获取渠道。后续，开展相应的前导测试。对于设计完成的调研样表，选择 60 位投资者为重要的调研对象，对于这些受调查者开展前导测试。样表中所运用的问卷涉及 43 道题目，问卷题目和测试数目之间的占比是 1: 1.4，可以满足问卷测试的需求。依靠分析重要的试答问卷，精准测定详细的题目与项目，开展相应的题目適切性和问卷结构合理性的深度研究，消除关联性较小、负荷较小的题目，加强问卷的修订工作，提升问卷质量。最后，完成符合需求的规范量表。最终所完成的问卷运用了 10 道题目。除此之外，为确认问卷的有效性、调研对象的专业性，问卷不仅设计了专业的题目来判断调研对象有没有仔细回答，同时还设计了用于判断专业性的题目。

### 3.2.2 研究变量

(1)被解释变量。

是否投资(success)，取值为 1，表示投资者投资海外房产，否则为 0。

(2)解释变量。

①投资者性别 (gender)，若女性投资者作为决策者投资海外房产则为 1，其他取值为 0；

②年龄 (age)，单位：年。

③投标者受教育水平 (edu)，以学历为代理变量，由于是否受过大学教育比较具有代表性，因此本文将 edu 定义为虚拟变量：本科学历，edu 取值为 1，否则取 0。

### (3) 控制变量

①婚姻状况 (**married**)，婚姻状况有四种类型，分别为离异，丧偶，未婚，已婚。如果已婚，取值为 1，其它状况取值为 0。

②收入等级 (**income**)，投资者的年收入分为 7 个等级：30 万元以下，30 万~50 万元，50 万~70 万元，70 万~100 万元，100 万~120 万元，120 万~140 万元，140 万~160 万元，160 万~180 万元，180 万~200 万元，200 万以上，取值分别为 1~7。

③工作年限 (**jobtime**)，工作年限分为四个时间段：8 年以下，8-12 年，12~16 年，16~20 年，20 年以上，取值分别为 1~5。

④咨询次数 (**bidnum**)，投资者的咨询投资的次数。

⑤投标金额 (**amount**)，投标金额以元为单位。

⑥海外经历 (**overseas**)，投资成员是否有海外留学或工作经验，若有取 1，否则取 0。

⑦买方预期 (**expect**)：投资属性取 1，否则取 0。

⑧5 年内是否会卖出 (**sell**)，若是取 1，否则取 0。

⑨以往是否有投资经验 (**experience**)，是取 1，否则取 0。

⑩是否从其他人渠道得知 (**channel**)，若是取 1，否则取 0。

### 3.2.3 研究模型

为研究投资者性别异质性对海外房产投资的影响，建立如下回归模型：

$$\begin{aligned} \text{success} = & \alpha_1 + \alpha_2 \text{age} + \alpha_3 \text{edu}_i + \alpha_4 \text{gender} + \alpha_5 \text{married} + \alpha_6 \text{income} + \alpha_7 \text{jobtime} \\ & + \alpha_8 \text{bidnum} + \alpha_9 \text{amount} + \alpha_{10} \text{overseas} + \alpha_{11} \text{expect} + \alpha_{12} \text{sell} \\ & + \alpha_{13} \text{experience} + \alpha_{14} \text{channel} + \varepsilon \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{success} = & \alpha_1 + \alpha_2 \text{age} + \alpha_3 \text{edu}_i + \alpha_4 \text{gender} + \alpha_5 \text{edu} * \text{gender} + \alpha_6 \text{income} + \alpha_7 \text{jobtime} \\ & + \alpha_8 \text{bidnum} + \alpha_9 \text{amount} + \alpha_{10} \text{overseas} + \alpha_{11} \text{expect} + \alpha_{12} \text{sell} \\ & + \alpha_{13} \text{experience} + \alpha_{14} \text{channel} + \varepsilon \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{success} = & \alpha_1 + \alpha_2 \text{age} + \alpha_3 \text{edu}_i + \alpha_4 \text{gender} + \alpha_5 \text{age} * \text{gender} + \alpha_6 \text{married} + \alpha_7 \text{income} \\ & + \alpha_8 \text{jobtime} + \alpha_9 \text{bidnum} + \alpha_{10} \text{amount} + \alpha_{11} \text{overseas} \\ & + \alpha_{12} \text{expect} + \alpha_{13} \text{sell} + \alpha_{14} \text{experience} + \alpha_{15} \text{channel} + \varepsilon \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{success} = & \alpha_1 + \alpha_2 \text{age} + \alpha_3 \text{edu}_i + \alpha_4 \text{gender} + \alpha_5 \text{edu}_i * \text{gender} + \alpha_6 \text{age} * \text{gender} \\ & + \alpha_7 \text{income} + \alpha_8 \text{jobtime} + \alpha_9 \text{bidnum} + \alpha_{10} \text{amount} + \alpha_{11} \text{overseas} \\ & + \alpha_{12} \text{expect} + \alpha_{13} \text{sell} + \alpha_{14} \text{experience} + \alpha_{15} \text{channel} + \varepsilon \end{aligned}$$

其中，**success** 表示投资者是否投资海外房产，**gender** 表示投资决策者性别，**age** 表示投资者性别，**edu** 表示投资者受教育程度，**married** 表示投资者的婚姻状况，**income** 代表投资者的收入水平，**jobtime** 表示投资者的工作年限，**bidnum** 表示投资者进行海外房产投资的咨询次数，**amount** 表示投资者购置海外房产的投标金额，**overseas** 表示投资者的海外经历，投资成员是否有海外留学或工作经验，**expect** 表示买方预期，**sell** 表示 5 年内是否会卖出，**experience** 表示以往是否有投资经验，**channel** 表示是否从其他人渠道得知。

### 3.3 实证结果分析

#### 3.3.1 描述性统计分析

以上变量描述性统计的结果如下表 1 所示。在本次样本中，投资与否 (**success**) 的均值为 0.49，这说明样本中有一半没有完成交易，交易中女性投资者为决策人 (**gender**) 均值为 0.47，这说明样本中有一半左右的交易是女性作为决策人进行海外房产投资。投资者年龄 (**age**) 均值为 40.73，说明一半以上的投资者在 40 岁以上。本科学历 (**edu1**) 均值为 0.29，说明样本中具有 29% 的投资者具有本科学历，女性投资者是否结婚 (**married**) 的均值为 0.79，说明将近 80% 的投资者已婚，投资者收入 (**income**) 均值为 2.07，说明

样本中投资者收入（income）一半投资者收入在 50 万以下，工作年限（jobtime）均值 3.13，说明一半以上的投资者工作年限在 16 年以下，咨询次数（bidnum）均值为 2.42，说明一半以上的投资者需要咨询 2 次以上。海外经历（overseas）均值为 0.56，说明一半以上的投资者具有海外经历。买方预期（expect）均值为 0.72，说明样本中 72%的投资者投资海外房产具有投资属性。得知渠道（channel）均值为 0.56，说明一般投资者是从他人获得购买渠道。

表 1 Panel A 描述性统计结果

Variable	Obs	Mean	Std.Dev.	Min	Max
success	307	0.498	0.501	0	1
gender	307	0.479	0.500	0	1
age	307	40.73	9.702	23	77
edu	307	0.290	0.454	0	1
married	307	0.792	0.407	0	1
income	307	2.078	1.175	1	9
jobtime	307	3.137	1.489	1	7
bidnum	307	2.420	1.214	1	7
overseas	307	0.560	0.497	0	1
expect	307	0.720	0.450	0	1
sell	307	0.449	0.498	0	1
experience	307	0.605	0.489	0	1
channel	307	0.566	0.496	0	1
amount	307	106.9	177.3	0	1890

表 2 Panel B 相关性分析结果

	success	gender	age	edu	married	income	jobtime	bidnum	overseas	expect	experiene	channel	amount
success	1												
gender	0.1488	1											
age	0.169	0.0934	1										
edu	0.0912	0.0951	0.469	1									
married	0.0785	-0.07	0.459	0.134	1								
income	0.15	-0.153	0.0208	-0.153	0.0274	1							
jobtime	0.0967	-0.093	0.853	0.458	0.479	0.0668	1						
bidnum	0.348	0.0981	0.0529	-0.038	0.0324	-0.076	0.0079	1					
overseas	0.411	-0.057	-0.018	-0.172	0.03	0.378	-0.033	-0.029	1				
expect	0.0415	-0.114	-0.316	-0.177	-0.142	0.271	-0.25	-0.035	0.134	1			
experience	0.511	-0.148	0.17	-0.058	0.0619	0.372	0.155	0.12	0.548	0.105	1		
channel	0.122	-0.057	-0.085	-0.05	-0.044	-0.065	-0.141	0.0808	0.0068	-0.018	-0.046	1	
amount	0.573	0.0139	0.117	-0.132	0.101	0.233	0.0895	0.203	0.311	0.0502	0.321	-0.012	1

### 3.3.2 回归分析

#### 1. 基准回归分析

女性投资者对海外房产投资影响的回归结果如下表 2 所示。

在 (1) 中, 女性投资者的回归系数为 0.09, 且在 5% 的显著性水平上显著, 这说明女性投资者年龄越高, 投资者越投资购买海外房产。有文献认为, 年龄较大的理性人可能正处于一个财务安全很重要的阶段, 而冒险行为可能会被视为对这种安全的威胁 (Wiersema 和 Bantel, 1992)。平衡风险和回报是投资者面临的经典难题, 投资者寻求最大化总回报率与认为合适的风险水平。假设投资者在很大程度上决定了他自己的风险和回报偏好, 那么什么因素显著地影响了他们的选择, 投资者的偏好受到许多因素的影响, 如投资者的个人和财务状况。此外, 具有相似社会经济特征的投资者。一个典型的说法是, 年龄较大的投资者往往比年轻投资者对收入更感兴趣。尽管这些在直觉上很有吸引力, 但需要更多的实证研究来确定投资者的社会经济特征是否确实影响了他们的风险和回报。Morin 和 Suarez (1983) 利用加拿大 1970 年的调查研究了年龄对持有风险资产的影响, 平均而言, 风险规避随着年龄的增长而增加。对于那些净资产水平较低的人来说, 规避风险的意愿随着年龄的增长而增强。相比之下, 高净值家庭的风险厌恶程度随着年龄的增长而下降, 净资产和年龄都会影响风险规避。Hanna 和 Chen (1997) 的结论是股票在一个投资组合中的比例假设风险承受能力随年龄变化而减少。这说明, 在海外房产投资过程中, 同样是越是规避风险, 为了规避国内房产投资中的系统性风险, 投资者们增加海外房产投资比例, 这与以往的研究预期一致。

投资者教育的回归系数为 0.04 和 -0.02, 但仅投资者为本科学历的教育回归系数在 10% 的显著性水平上显著, 当投资者为更高学历时, 其回归系数虽未负数但并不显著, 这说明女性投资者学历为本科学历, 投资者越投资海外房产, 而研究生教育溢价并没有体现在女

性投资者对海外房产投资方面。Riley 和 Chow(1992)发现, 教育程度相对较低的投资者, 即使在收入受到控制的情况下, 投资也会更加保守。此外, 近些年由于硕士、博士研究生的培养层次较高, 且本科毕业后进行深造的专业以商科为主, 基本是会计和金融等经济类专业<sup>6</sup>, 具有较强金融知识的投资者往往具有更多的投资范围和投资机会, 与之相比, 本科层次的投资者可能具有较少的投资机会, 更多的将眼光放在自身更为熟悉且安全的不动产方面, 这也促进了海外房产投资的成交。

在(2)中, 投资者性别的回归系数为 0.08, 且在 10%的显著性水平上显著, 这说明女性投资者依然促进了海外房产投资的完成。Hinz, McCarthy, 和 Turner (1996), Sundén 和 Surette (1998), Olsen 和 Cox (2001)发现风险规避的增加会影响女性投资者选择其他标的。同样, Watson 和 Robinson(2003)研究发现, 女性经营的企业在利润(风险)上的变异性要小于男性经营的企业。SäveSöderbergh(2003)发现, 女性选择高风险养老基金的比例比选择类似风险基金的男性比例要小。

Felton, Gibson 和 Sanbonmatsu(2003)引用了两种主要的思想流派来解释为什么女性比男性更厌恶风险。第一种解释使用男性和女性之间的生物学差异来解释他们的风险偏好。例如, Zuckerman(1994)研究发现, 女性比男性产生更高水平的单胺氧化酶, 单胺氧化酶抑制感觉诉求, 从而限制了冒险发生的程度。由于进化的结果, 人们认为妇女已经适应了风险不容忍, 因为她们在生育和养育孩子方面负有更大的责任(LaBorde Witt, 1994)相反, 男性也习惯于冒险, 因为男性的健康来自于在冒险竞争中的成功(Wilson 和 Daly 1985)。第二种是男性比女性更愿意冒险的社会文化原因。早期的研究如 Slovic(1966)指出, 儿童在童年时期受到(来自同伴的压力和社会期望)的压力, 被迫按照他们的文化性别角色行事, 这将导致男性更倾向于冒险。Tuddenham(1952)研究发现, 敢于冒险的女性被人瞧不起,

---

<sup>6</sup> 资料来源: [http://edu.china.com.cn/2012-03/29/content\\_25017111.htm](http://edu.china.com.cn/2012-03/29/content_25017111.htm)

认为她们不受欢迎，而男性则恰恰相反。Byrnes(1998)提出，在童年时期，父母对女孩的监控更为严格，这可能解释了女孩在以后的生活中抵抗危险行为能力增强的原因。Flynn, Slovic, 和 Mertz(1994)发现，权力、地位等有利于男性的社会政治因素也会导致风险承受能力提高。

中国内地女性受访者在家庭财务决策中更具主动性<sup>7</sup>，逾六成内地女性受访者担当家庭财务的决策者，家庭财务决策中所扮演的角色，63%中国内地女性受访者表示，担任家庭财务的决策者，高出男性受访者的58%，高出男性受访者5个百分点；其他国家和地区的男性在家庭财务决策中居主导地位。这说明，随着现代社会的发展，我国女性更适应了家庭社会发展的决策需要很多时候主导了家庭决策，女性投资者的投资谨慎性很多时候便现在家庭决策方面，正如本文所研究的海外房产交易。

表 3 Logit 回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	success	success	success	success	success
age	0.00915** (2.20)	0.00945** (2.28)	0.00891* (1.95)	0.00954** (2.30)	0.00972** (2.06)
edu	0.0464* (1.86)	0.0383* (1.71)	0.0385* (1.72)	0.0669** (2.02)	0.0619* (1.93)
gender		0.0819** (1.99)	0.0851** (2.04)	0.0626* (1.93)	0.0804** (2.44)
age*gender			0.00116** (2.28)		0.000467** (2.10)
edu*gender				0.0682* (1.77)	0.0710* (1.71)
married	-0.0260 (-0.46)	-0.0207 (-0.37)	-0.0208 (-0.37)	-0.0223 (-0.39)	-0.0201 (-0.36)
income	-0.0416**	-0.0377*	-0.0378*	-0.0379*	-0.0393**

<sup>7</sup> 网络链接来源：<http://finance.people.com.cn/money/GB/16249504.html>



	(-2.09)	(-1.89)	(-1.89)	(-1.90)	(-1.99)
jobtime	-0.0245	-0.0251	-0.0249	-0.0258	-0.0255
	(-0.91)	(-0.94)	(-0.93)	(-0.97)	(-0.95)
bidnum	0.0887***	0.0853***	0.0852***	0.0859***	0.0850***
	(5.14)	(4.94)	(4.93)	(4.97)	(4.94)
overseas	0.167***	0.162***	0.162***	0.165***	0.163***
	(3.27)	(3.20)	(3.20)	(3.24)	(3.21)
expect	0.0395	0.0503	0.0516	0.0537	0.0522
	(0.81)	(1.03)	(1.05)	(1.09)	(1.06)
experience	0.299***	0.312***	0.312***	0.310***	0.307***
	(5.69)	(5.92)	(5.91)	(5.88)	(5.86)
channel	0.118***	0.126***	0.126***	0.126***	0.127***
	(2.91)	(3.10)	(3.10)	(3.10)	(3.11)
amount	0.00111***	0.00110***	0.00110***	0.00110***	0.00110***
	(8.87)	(8.80)	(8.79)	(8.82)	(8.80)
_cons	-0.375***	-0.447***	-0.426***	-0.441***	-0.449***
	(-2.83)	(-3.26)	(-2.73)	(-3.22)	(-2.82)
<i>N</i>	307	307	307	307	307

*t* statistics in parentheses, \*  $p < 0.1$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$

此外，回归中，成交规模（amount）对海外房产的达成也具有显著的正相关关系，这说明成交规模越大，海外房产投资成交的概率越高。一般而言，从投资者角度看，中国内地能够购买海外房产的投资者一般经济实力较强，在满足了国内房产的居住属性和投资属性后谋求资产的稳定型或生活便利性等诉求，而进行的一项投资决策，其购买能力较强。另一方面，从渠道方角度看，海外房产的交易价格往往包含了利润空间，价格越高，利润空间越大，国内海外房产投资仅在近 10 年有所发展，数量有限的渠道商更愿意向顾客推荐总价较高的海外房产。

此外，海外学习或工作经历（overseas）对投资海外房产具有显著的正相关关系，可能的原因在于具有海外经历的投资者更加了解或者认同当地文化；海外房产购买经历

(experience) 对海外房产投资的实现同样具有促进作用, 在调研过程中发现, 有过投资经历的投资者受访者往往具有不好的购房经历, 这加深了他们对海外房产投资的认识, 减少了新手不必要的担忧, 使投资者更加“杀伐果断”完成海外房产购置。他人渠道获取信息(channel) 对海外房产的购置呈显著的正相关关系, 说明从他人获取购房信息更能促进交易的完成, 在收房过程中, “他人”往往是身边非常信赖的意见领袖或亲属, 有了这两类人的背书, 往往可以显著的提高交易的完成。

## 2. 投资者性别与学历、教育的交互效应

在上述分析的基础上, 分别加入投资者性别与学历和教育的交乘项, 回归结果见表 2 的 (3), (4), (5) 列。在 (3) 列中, 年龄与性别交乘项的回归系数为 0.0011, 且在 5% 的显著性水平上显著, 这说明在当投资者为女性时, 年龄对海外房产投资有着显著的正向影响。

列 (4) 和 (5) 分别列示了投资者的学历效应。在列 (4) 中, 本科学历与性别交乘项的回归系数为 0.068, 且在 10% 的显著性水平上显著, 这说明, 当投资者为女性投资者且具有本科学位, 投资者投资海外房产的概率更大。在列 (5) 中, 将年龄效应与教育效应的交乘项纳入同一模型, 回归结果与上述回归基本一致。

## 第四章 研究结论与展望

### 4.1 主要结论

当前，我国处于经济转型时期，家庭财富管理面临前所未有的“投资压力”，家庭财务投资决策受到了社会各界高度关注，本文以家庭中女性投资者作为决策者为研究主题，运用理论与实证研究相结合的方法，研究家庭中女性决策者对海外房产投资的影响，探寻其内在异质性特征因素。

无论在理论或是实务研究中，投资者的理性程度的评估是财务投资决策研究领域的一个重要的关注点。本文的研究目的是从理性人假设角度，探讨投资者性别异质性对我国海外房地产市场投资决策的影响。研究发现，女性投资者比男性投资者更加理性的对待海外房产投资，在家庭投资组合的构建中，女性往往比男性更愿意投资海外房产。与以往大多数研究相似，在本次调查样本中，投资者性别异质性是影响海外房产投资倾向的重要因素，此外，投资者的教育程度和年龄也有不同程度的影响。本文的独特之处在于调查了我国投资者的性别差异导致的风险态度对海外房产投资决策的影响。

对于家庭资产配置这一家庭金融领域的焦点问题，本文以家庭资产中海外房产投资和女性投资者为研究对象，从理论研究和实证分析两方面探究了性别异质性对海外房产投资的影响。本文基于 2019 年海外投资者的基本信息数据和交易数据，对女性投资者在海外房产中的影响展开研究，主要得到了以下结论。

1.从性别来看，女性投资者作为决策人进行海外房产投资往往可以提高交易完成的概率，这说明投资者的性别异质性对海外房产投资的影响较为明显。

2.从年龄来看，投资者年龄对海外房产投资者有着显著的正向影响，即年龄越高，投资者投资海外房产的概率越大，而且当投资者为女性时，这种投资者年龄的正向效应更加明显，更能促进交易的完成。

3.从学历来看,当投资者学历为本科学历时,可以促进海外房产投资的达成。此外,当投资者性别为女性时,这种投资者学历的正向影响更加显著,即更能促进海外房产交易的完成。

本文基于理论分析与文献综述,从有限理性的理论视角,理论分析女性投资者作为决策人进行海外房产投资的动机。基于有限理性理论,分析女性投资者对海外房产投资的影响。并通过构建女性投资者对海外房产投资的回归模型,得出女性投资者作为决策人能够提高海外房产成交的概率。其次,通过实证研究,对女性投资者异质性特征的检验,发现人力与社会资本特征中,接受过高等教育和年龄较大的女性投资者显著提高了海外房产成交的概率。因此,女性作为家庭投资决策者已成为家庭财富管理决策多元化的重要议题,家庭应重视其在财富管理决策中的作用。

#### 4.2 研究意义

本文探讨了家庭财务决策中性别异质性对海外房产投资的影响。有些家庭决定是夫妻共同做出的,而夫妻之间可能经常存在分歧,因此双方之间的理性程度都可能对投资决策产生重大影响。本文从女性投资者角度探讨了女性投资者决策对海外房产投资的影响。

从理论意义上看,家庭应该如何做出财务决定和他们实际做什么之间的差异,是家庭财务领域的核心问题(Campbell, 2006)。现有文献将这些差异主要归因于个人层面的行为偏差或错误(Guiso 和 Sodini, 2013, Beshears et al., 2018; Gomes et al., 2020)。家庭内部财务文献包含两个独立的分支,其一是研究女性作为家庭决策者的角色及其对家庭储蓄行为的影响(Duflo, 2012)。发展经济学家经常在发展中国家收集证据,如肯尼亚(Anderson and Baland, 2002), Schaner, 2017)和菲律宾(Ashraf, Karlan, and Yin, 2006, Ashraf, 2009)。本文重点了女性投资者作为决策者在进行海外房产投资过程中的决策行为。另一部分研究了家庭成员在形成最优投资组合选择中的各自作用(如 Love,

2010; Addoum et al., 2016, Addoum, 2017; Olafsson & Thörnqvist, 2018), 即家庭往往缺乏足够的理性程度来完美地管理他们的资产, 而本文发现了性别异质性导致的理性程度是影响家庭内部财务决策的一个的重要因素。

从实务角度看, 一方面, 有助于指导我国海外房产投资决策, 完善家庭财务内部决策治理结构。近年来, 我国女性投资者作为决策者的比例逐步升高, 但仍然存在女性在家庭中代表性相对不足, “玻璃天花板”的客观存在阻碍了女性作为家庭投资决策者。通过探讨女性作为投资决策者对海外房产投资的影响, 为社会各界探究女性投资者在家庭财富管理中的作用提供了一个新的视角, 从性别异质性角度为有限理性提供了支撑。此外, 对女性投资者及其教育和年龄效应的进一步研究, 为女性投资者更好发挥理性投资决策提供了进一步证据。

#### 4.3 研究展望

尽管本文对女性投资者对海外房产投资的影响进行了较为全面分析与论证, 但受制于精力、实践与眼界, 本文研究还存在一些不足之处, 需要在未来研究中进一步完善:

第一, 研究样本的扩展。密切关注海外房产投资市场发展, 对可能低估的样本有针对性的拓宽获取渠道。考虑数据可得性, 主要变量指标来源于问卷调查, 这些问卷并不能代表全部投资信息, 导致调研结果可能无法完全反映海外房产投资情况, 此外, 由于本文手工收集与人工处理可能产生的疏漏会影响研究结果。针对以上在数据方面存在的问题, 未来研究中, 在借鉴国外已有文献基础上, 逐步探索新的衡量方法和其他数据性质, 如对投资者性别异质性的相关变量数据的获取, 可以利用网页抓取技术, 保证数据的取得快捷准确, 扩大研究样本, 避免样本局限性对研究结果的影响

第二, 研究内容的拓展。由于数据的可得性原因, 从家族财富管理角度看, 没有进一步论证女性投资者个人及亲戚朋友对海外房产投资的影响。此外, 由于家族内部的代际关

系对家庭财富管理的影响机理较为复杂，国内外学者对这一问题研究较少，受到自身能力和精力等方面的限制，本文也没有涉及，今后的研究可在这些方面进行拓展。性别异质性和投资者有限理性研究是一个内涵丰富的大系统，本文研究了女性投资者作为家庭决策人对海外房产投资的影响，为增加研究体系的深度，将来可进一步研究男性投资者作为投资决策人对海外房产投资的影响。

第三，研究层次的拓展。目前国内关于女性投资者作为家庭决策人的研究广度与深度较为欠缺，未来可深入挖掘相关问题，如不同国家制度、文化环境下女性投资者对海外房产投资的影响，运用心理学和伦理学相关知识，继续深入分析不同制度与文化下女性投资者个人投资伦理与投资价值观形成对投资责任决策行为产生具体作用，深入研究女性投资者对海外房产投资的影响。且本文仅采用理论分析与实证的方法，未来可以进一步分析国内外关于相关问题的理论与实践经验，形成典型案例，深入揭示家庭投资决策的“黑箱”，为研究结果应用的可操作性提供借鉴。

第四，研究动态的拓展。家庭投资决策机制是家族财富管理的重点，在家族发展不同阶段，家庭投资决策行为具备不同特征。在不同阶段，家庭投资决策的态度、动因如何，家庭发展过程与海外房产投资行为之间的动态关系如何，都是未来研究重点内容。不同家庭发展阶段对女性投资者作为决策者的投资效应也将不同。本文尽管对女性投资者作为决策者与海外房产投资进行了详细、深入分析，但未从动态、发展的视角分析家庭成长不同阶段，家庭财务决策中女性投资者作为决策者对海外房产投资的动态影响。因此，考虑家庭发展与女性投资者的理性效应、海外房产投资之间的动态关系，对女性投资者作为决策者进行家庭财富决策，对理解性别异质性导致的不同理性投资程度具有重要理论和现实意义。

第五，研究方法的选择。本文研究采用做回归分析，后续可以尝试使用倾向匹配得分、主成分分析等方法，研究投资者性别异质性与海外房产投资关系的变化，更为深入探究这一关系的变化机理。

## 参考文献

- Adams R B, Ferreira D. Women in the boardroom and their impact on governance and performance[J]. *Journal of financial economics*, 2009, 94(2): 291-309.
- Ahern K R, Dittmar A K. The changing of the boards: The impact on firm valuation of mandated female board representation[J]. *The quarterly journal of economics*, 2012, 127(1): 137-197.
- Alpert M, Raiffa H. A progress report on the training of probability assessors[J]. 1982.
- Arch E C. Risk-taking: A motivational basis for sex differences[J]. *Psychological reports*, 1993, 73(1): 3-11.
- Bajtelsmit V L, VanDerhei J A. Risk aversion and retirement income adequacy[J]. *Positioning pensions for the twenty-first century*, 1997: 45-66.
- Baker H K, Nofsinger J R. Psychological biases of investors[J]. *Financial services review*, 2002, 11(2): 97.
- Barber B M, Odean T. Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment[J]. *The quarterly journal of economics*, 2001, 116(1): 261-292.
- Baumann A O, Deber R B, Thompson G G. Overconfidence among physicians and nurses: the 'micro-certainty, macro-uncertainty' phenomenon[J]. *Social science & medicine*, 1991, 32(2): 167-174.
- Bell D E. Regret in decision making under uncertainty[J]. *Operations research*, 1982, 30(5): 961-981.
- Bernasek A, Shwiff S. Gender, risk, and retirement[J]. *Journal of economic issues*, 2001, 35(2): 345-356.
- Bernasek A, Shwiff S. Gender, risk, and retirement[J]. *Journal of economic issues*, 2001, 35(2): 345-356.
- Beyer S, Bowden E M. Gender differences in self-perceptions: Convergent evidence from three measures of accuracy and bias[J]. *Personality and Social Psychology Bulletin*, 1997, 23(2): 157-172.
- Beyer S, Bowden E M. Gender differences in self-perceptions: Convergent evidence from three measures of accuracy and bias[J]. *Personality and Social Psychology Bulletin*, 1997, 23(2): 157-172.
- Bliss R T, Potter M E. Mutual fund managers: does gender matter?[J]. *The Journal of Business and Economic Studies*, 2002, 8(1): 1.
- Boden Jr R J, Nucci A R. On the survival prospects of men's and women's new business ventures[J]. *Journal of business venturing*, 2000, 15(4): 347-362.



- Byrnes J P, Fox N A. The educational relevance of research in cognitive neuroscience[J]. *Educational Psychology Review*, 1998, 10(3): 297-342.
- Byrnes J P, Miller D C, Schafer W D. Gender differences in risk taking: a meta-analysis[J]. *Psychological bulletin*, 1999, 125(3): 367.
- Byrnes J P, Miller D C, Schafer W D. Gender differences in risk taking: a meta-analysis[J]. *Psychological bulletin*, 1999, 125(3): 367.
- Christensen-Szalanski J J J, Bushyhead J B. Physicians' use of probabilistic information in a real clinical setting[J]. *Journal of Experimental Psychology: Human perception and performance*, 1981, 7(4): 928.
- Cohn R A, Lewellen W G, Lease R C, et al. Individual investor risk aversion and investment portfolio composition[J]. *The Journal of Finance*, 1975, 30(2): 605-620.
- Connolly T, Butler D. Regret in economic and psychological theories of choice[J]. *Journal of Behavioral Decision Making*, 2006, 19(2): 139-154.
- Connolly T, Reb J. Regret in cancer-related decisions[J]. *Health Psychology*, 2005, 24(4S): S29.
- Connolly T, Zeelenberg M. Regret in decision making[J]. *Current directions in psychological science*, 2002, 11(6): 212-216.
- Cooper A C, Woo C Y, Dunkelberg W C. Entrepreneurs' perceived chances for success[J]. *Journal of business venturing*, 1988, 3(2): 97-108.
- Crosby R, Gneezy U. Gender differences in preferences[J]. *Journal of Economic literature*, 2009, 47(2): 448-74.
- Deaux K, Emswiller T. Explanations of successful performance on sex-linked tasks: What is skill for the male is luck for the female[J]. *Journal of personality and social psychology*, 1974, 29(1): 80.
- Dohmen T, Falk A, Huffman D, et al. Are risk aversion and impatience related to cognitive ability?[J]. *American Economic Review*, 2010, 100(3): 1238-60.
- Eckel C C, Grossman P J. Men, women and risk aversion: Experimental evidence[J]. *Handbook of experimental economics results*, 2008, 1: 1061-1073.
- Eckel C C, Grossman P J. Rebate versus matching: does how we subsidize charitable contributions matter?[J]. *Journal of Public Economics*, 2003, 87(3-4): 681-701.
- Farber H S, Neale M A, Bazerman M H. The role of arbitration costs and risk aversion in dispute outcomes[J]. *Industrial Relations: A Journal of Economy and Society*, 1990, 29(3): 361-384.
- Felton J, Gibson B, Sanbonmatsu D M. Preference for risk in investing as a function of trait optimism and gender[J]. *The journal of behavioral finance*, 2003, 4(1): 33-40.

- Fischhoff B, Slovic P, Lichtenstein S. Lay foibles and expert fables in judgments about risk[J]. *The American Statistician*, 1982, 36(3b): 240-255.
- Flynn J, Slovic P, Mertz C K. Gender, race, and perception of environmental health risks[J]. *Risk analysis*, 1994, 14(6): 1101-1108.
- Fox C R, Tversky A. Ambiguity aversion and comparative ignorance[J]. *The quarterly journal of economics*, 1995, 110(3): 585-603.
- Frederick W C. Corporation, be good!: the story of corporate social responsibility[M]. Dog Ear Publishing, 2006.
- Frino A, Lepone G, Wright D. Investor characteristics and the disposition effect[J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2015, 31: 1-12.
- Goette L, Huffman D, Fehr E. Loss aversion and labor supply[J]. *Journal of the European Economic Association*, 2004, 2(2-3): 216-228.
- Guiso L, Paiella M. Risk aversion, wealth, and background risk[J]. *Journal of the European Economic association*, 2008, 6(6): 1109-1150.
- Hanna S D, Chen P. Subjective and objective risk tolerance: Implications for optimal portfolios[J]. Available at SSRN 95488, 1998.
- Hinz R P, McCarthy D D, Turner J A. Are women conservative investors? Gender differences in participant-directed pension investments[J]. 1996.
- Hinz R P, McCarthy D D, Turner J A. Are women conservative investors? Gender differences in participant-directed pension investments[J]. 1996.
- Hirshleifer D. Investor psychology and asset pricing[J]. *The journal of Finance*, 2001, 56(4): 1533-1597.
- Holt C A, Laury S K. Risk aversion and incentive effects[J]. *American economic review*, 2002, 92(5): 1644-1655.
- Holt C A, Laury S K. Risk aversion and incentive effects[J]. *American economic review*, 2002, 92(5): 1644-1655.
- Howlett M, Ramesh M. Policy subsystem configurations and policy change: Operationalizing the postpositivist analysis of the politics of the policy process[J]. *Policy studies journal*, 1998, 26(3): 466-481.
- Howlett, M and Ramesh, M, *Studying Public Policy: Policy Cycles and Policy Subsystems*, 1995, Oxford University Press
- Janis I L, Mann L. Decision making: A psychological analysis of conflict, choice, and commitment[M]. Free press, 1977.
- Jianakoplos N A, Bernasek A. Are women more risk averse?[J]. *Economic inquiry*, 1998, 36(4): 620-630.

- Jianakoplos N A, Bernasek A. Are women more risk averse?[J]. *Economic inquiry*, 1998, 36(4): 620-630.
- Kahneman D, Riepe M W. Aspects of investor psychology[J]. *Journal of portfolio management*, 1998, 24(4): 52.
- Kahneman D, Tversky A. On the interpretation of intuitive probability: A reply to Jonathan Cohen[J]. 1979.
- Kenneth J. Arrow, *Social Choice and Individual Values*, 1951, Yale University Press
- Kidd J B. The utilization of subjective probabilities in production planning[J]. *Acta Psychologica*, 1970, 34: 338-347.
- Kőszegi B, Rabin M. A model of reference-dependent preferences[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2006, 121(4): 1133-1165.
- Krähmer D, Stone R. Anticipated regret as an explanation of uncertainty aversion[J]. *Economic Theory*, 2013, 52(2): 709-728.
- Lenney E. Women's self-confidence in achievement settings[J]. *Psychological bulletin*, 1977, 84(1): 1.
- Leroux J A. A tapestry of values: Gifted women speak out[J]. *Gifted Education International*, 1994, 9(3): 167-171.
- Loomes G, Sugden R. Regret theory: An alternative theory of rational choice under uncertainty[J]. *The economic journal*, 1982, 92(368): 805-824.
- Lundeberg M A, Fox P W, Punčcohař J. Highly confident but wrong: Gender differences and similarities in confidence judgments[J]. *Journal of educational psychology*, 1994, 86(1): 114.
- Lusardi A, Mitchell O S. Planning and financial literacy: How do women fare?[J]. *American Economic Review*, 2008, 98(2): 413-17.
- Lynch M. The Merrill Lynch Capital Builder<sup>SM</sup> Account Financial Service[J]. Insured Savings<sup>SM</sup> Account Participating Depository Institutions, 1996.
- Malkiel B G, Fama E F. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work[J]. *The journal of Finance*, 1970, 25(2): 383-417.
- Morin R A, Suarez A F. Risk aversion revisited[J]. *The journal of finance*, 1983, 38(4): 1201-1216.
- Mullainathan S, Thaler R. Behavioral economics, *International encyclopedia of social and behavioral sciences*[J]. 2001.
- Olsen R A, Cox C M. The influence of gender on the perception and response to investment risk: The case of professional investors[J]. *The journal of psychology and financial markets*, 2001, 2(1): 29-36.

- Olsen R A, Cox C M. The influence of gender on the perception and response to investment risk: The case of professional investors[J]. The journal of psychology and financial markets, 2001, 2(1): 29-36.
- Olsen, R. A., & Cox, C. M. The influence of gender on the perception and response to investment risk: The case of professional investors. The Journal of Psychology and Financial Markets, 2001, 2, 29-36.
- Oskamp S. Overconfidence in case-study judgments[J]. Journal of consulting psychology, 1965, 29(3): 261.
- Paiella M. The stock market, housing and consumer spending: a survey of the evidence on wealth effects[J]. Journal of Economic Surveys, 2009, 23(5): 947-973.
- Paul Slovic; Dan Fleissner and W Scott Bauman. Analyzing the Use of Information in Investment Decision Making: A Methodological Proposal, The Journal of Business, 1972, 45, (2), 283-301
- Peng Q. Two essays on women executives and corporate decisions[D]. , 2007.
- Rabin M. Psychology and economics[J]. Journal of economic literature, 1998, 36(1): 11-46.
- Riley Jr W B, Chow K V. Asset allocation and individual risk aversion[J]. Financial Analysts Journal, 1992, 48(6): 32-37.
- Riley Jr W B, Chow K V. Asset allocation and individual risk aversion[J]. Financial Analysts Journal, 1992, 48(6): 32-37.
- Russo J E, Schoemaker P J H. Managing overconfidence[J]. Sloan management review, 1992, 33(2): 7-17.
- Savage, L. J. The Foundations of Statistics. Wiley publications in statistics. New York: Wiley.1954.
- Säve-Söderbergh J. Pension Wealth: Gender, Risk and Portfolio Choices[J]. Essays on Gender Differences in Economic Decisions-Making, 2003.
- Shefrin H. Recent developments in behavioral finance[J]. The Journal of Wealth Management, 2000, 3(1): 25-37.
- Shiller R J, Fischer S, Friedman B M. Stock prices and social dynamics[J]. Brookings papers on economic activity, 1984, 1984(2): 457-510.
- Shiller R J. Human behavior and the efficiency of the financial system[J]. Handbook of macroeconomics, 1999, 1: 1305-1340.
- Shleifer A, Vishny R W. A survey of corporate governance[J]. The journal of finance, 1997, 52(2): 737-783.

- Shleifer A. Inefficient markets: An introduction to behavioural finance[M]. OUP Oxford, 2000.
- Shleifer A. Inefficient markets: An introduction to behavioural finance[M]. OUP Oxford, 2000.
- Shum P, Faig M. What explains household stock holdings?[J]. Journal of Banking & Finance, 2006, 30(9): 2579-2597.
- Sila V, Gonzalez A, Hagendorff J. Women on board: Does boardroom gender diversity affect firm risk?[J]. Journal of Corporate Finance, 2016, 36: 26-53.
- Simon H A. A behavioral model of rational choice[J]. The quarterly journal of economics, 1955, 69(1): 99-118.
- Simon H A. Rational choice and the structure of the environment[J]. Psychological review, 1956, 63(2): 129.
- Simon H A. Theories of bounded rationality[J]. Decision and organization, 1972, 1(1): 161-176.
- Sims C A. Implications of rational inattention[J]. Journal of monetary Economics, 2003, 50(3): 665-690.
- Slovic P, Fischhoff B, Lichtenstein S. Behavioral decision theory[J]. Annual review of psychology, 1977, 28(1): 1-39.
- Slovic P. Risk-taking in children: Age and sex differences[J]. Child Development, 1966: 169-176.
- Slovic, P. Psychological Study of Human Judgment: Implications for Investment Decision Making. The Journal of Finance, 1972, 27(4), 779-799.
- Srinidhi B I N, Gul F A, Tsui J. Female directors and earnings quality[J]. Contemporary accounting research, 2011, 28(5): 1610-1644.
- Sunden A E, Surette B J. Gender differences in the allocation of assets in retirement savings plans[J]. The American Economic Review, 1998, 88(2): 207-211.
- Thaler R. Mental accounting and consumer choice[J]. Marketing science, 1985, 4(3): 199-214.
- Tuddenham R D. Studies in reputation: I. Sex and grade differences in school children's evaluations of their peers. II. The diagnosis of social adjustment[J]. Psychological Monographs: General and Applied, 1952, 66(1)
- Tversky A, Fox C R. Weighing risk and uncertainty[J]. Psychological review, 1995, 102(2): 269.
- Tversky A, Kahneman D. Loss aversion in riskless choice: A reference-dependent model[J]. The quarterly journal of economics, 1991, 106(4): 1039-1061.

- Uppal R, Wang T. Model misspecification and underdiversification[J]. *The Journal of Finance*, 2003, 58(6): 2465-2486.
- Vissing-Jørgensen A. Limited asset market participation and the elasticity of intertemporal substitution[J]. *Journal of political Economy*, 2002, 110(4): 825-853.
- Von Holstein C A S S. Probabilistic forecasting: An experiment related to the stock market[J]. *Organizational Behavior and Human Performance*, 1972, 8(1): 139-158.
- Wagenaar W A, Keren G B. Does the expert know? The reliability of predictions and confidence ratings of experts[M]. *Intelligent decision support in process environments*. Springer, Berlin, Heidelberg, 1986: 87-103.
- Wang J. A model of competitive stock trading volume[J]. *Journal of political Economy*, 1994, 102(1): 127-168.
- Watson J, McNaughton M. Gender differences in risk aversion and expected retirement benefits[J]. *Financial Analysts Journal*, 2007, 63(4): 52-62.
- Watson J, Robinson S. Adjusting for risk in comparing the performances of male-and female-controlled SMEs[J]. *Journal of business venturing*, 2003, 18(6): 773-788.
- Weber M, Camerer C F. The disposition effect in securities trading: An experimental analysis[J]. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 1998, 33(2): 167-184.
- Werner F M De Bondt and Richard Thaler, (1985), Does the Stock Market Overreact?, *Journal of Finance*, 40, (3), 793-805
- Werner F M De Bondt and Richard Thaler. Does the Stock Market Overreact?, *Journal of Finance*, 1985, 40, (3), 793-805.
- Wiersema M F, Bantel K A. Top management team demography and corporate strategic change[J]. *Academy of Management journal*, 1992, 35(1): 91-121.
- Wilson M, Daly M. Competitiveness, risk taking, and violence: The young male syndrome[J]. *Ethology and sociobiology*, 1985, 6(1): 59-73.
- Witt J L B. The gendered division of labor in parental caretaking: biology or socialization?[J]. *Journal of Women & Aging*, 1994, 6(1-2): 65-89.
- Woodford M. How important is money in the conduct of monetary policy?[J]. *Journal of Money, credit and Banking*, 2008, 40(8): 1561-1598.
- Yogo M. Measuring business cycles: A wavelet analysis of economic time series[J]. *Economics Letters*, 2008, 100(2): 208-212.
- Zeelenberg M, Beattie J, Van der Pligt J, et al. Consequences of regret aversion: Effects of expected feedback on risky decision making[J]. *Organizational behavior and human decision processes*, 1996, 65(2): 148-158.

- Zeelenberg M. Anticipated regret, expected feedback and behavioral decision making[J]. Journal of behavioral decision making, 1999, 12(2): 93-106.
- Zuckerman M. Behavioral expressions and biosocial bases of sensation seeking[M]. Cambridge university press, 1994.
- 边慎, 蔡志杰. 期望效用理论与前景理论的一致性[J]. 经济学:季刊. 2005, 5(1): 265-276.
- 蔡莉、朱秀梅.科技型创业企业集群研究评述及展望[J].吉林大学社会科学学报,2005,45(4): 122-129.
- 陈磊、曾勇.基于股市下跌背景的处置效应研究[J].金融管理,2005,(3):24-29.
- 陈学彬、傅东升、葛成杰.我国居民生命周期消费投资行为动态优化模拟研究[J].金融研究,2006,(2):21-35.
- 韩杨.新规则下的新股发行抑价:券商决策模型[J].南开经济研究,2001,(4):56-58.
- 蒋绵绵.过度自信与过度交易—金融市场上的认知与行为偏差[J].投资金融,2004,(12):115-116
- 蒋先玲、吕东锴、张辞.春节文化、一月价值溢价效应与投资者非理性投资[J].财贸经济,2012,(7):56-62.
- 李冬昕、李心丹、肖斌卿.投资者经验,强化型学习与证券市场稳定[J].南京社会科学,2011,(1):43-48.
- 李锐.中国股票市场的月份效应[J].数量经济技术经济研究,2003,(7):126-130.
- 李涛,郭杰.(2009).风险态度与股票投资.经济研究(2),56-67.
- 李涛.社会互动与股票投资[J].经济研究,2006,(8):45-57.
- 李心丹、王冀宁、傅浩.中国个体证券投资者交易行为的实证研究[J].经济研究,2002,(11):54-63.
- 李新路、张文修?中国股票市场个体投资者“处置效应”的实证研究[J].当代经济科学, 2005,(5):76-80.
- 李治国、唐国兴.消费、资产定价与股票溢酬之谜[J].经济科学,2002,(6):60-65.
- 梁云芸.基于 SEM 模型的居民投资行为偏差的实证研究[D].南京理工大学,2008.
- 林鲁东.中国的股权溢价之谜:基于 Hansen-Jagannathan 方差界的实证研究[J].南方经济,2007,(12):12-23.

马丹.上海股市周末效应研究[J].统计与决策,2003,(11):67-68.

马健, 孙秀霞. 基于效用曲线改进的前景理论价值函数[J]. 信息与控制. 2011, 40(4): 501-506.

攀登、施东辉、曹敏.中国个人投资者采用股价趋势交易策略的经验研究[J]?世界经济,2003,(11):71-80.

施海燕, 施放. 期望效用理论与前景理论之比较[J]. 统计与决策, 2007, 6: 22-24.

施海燕, 施放. 期望效用理论与前景理论之比较[J]. 统计与决策. 2007(11): 22-24.

王强松. 投资者参考点的调整与处置效应[J].经济论坛. 2011(4): 167-170.

王强松. 投资者参考点的调整与处置效应[J]. 经济论坛, 2011, 4: 167-170.



附录 A

海外房产投资调查问卷（样表）

尊敬的先生/女士：

您好！非常感谢您在百忙之中抽空填写这份调查问卷，这是一份纯学术的调查问卷，主要是为了解投资者对海外房产的投资偏好。本问卷采用匿名的方式作答，您填写的答案仅作学术研究之用，将不会披露给任何个人和组织，请您根据自己的实际情况回答。

感谢您的配合，祝您工作顺利，万事如意！

1.您的性别：

2.年龄：

3.婚姻状况：

已婚 其他

4.年收入：\_\_\_\_（单选）

A. 30 万元以下

B. 30 万-50 万元

C. 50 万-70 万元

D. 70 万-100 万元

E. 100 万-120 万元

F. 120 万-14 万元

G. 140 万-160 万元

H. 160 万-180 万元

I. 180 万-200 万元

J. 200 万元以上

5.工作年限：\_\_\_\_（单选）

A. 8 年以下

B. 8-12 年

C. 12-16 年

D. 16-20 年

E. 20 年以上

6. 是否具有海外留学或工作经历?

是 否

7. 投资海外房产是否具有投资属性?

是 否

8. 购买后是否于 5 年内卖出?

是 否

9. 是否从其他人得知本公司渠道?

是 否

10. 以往是否具有海外房产投资经验?

是 否

问卷外需填写的信息（调查者独自记录即可，无需出现在问卷中）：

1. 投资者是否购买。

是 否

2. 投资者已咨询次数：

3. 投资者购买金额：