

中国投资群体迁移与赔偿机制研究

课题总策划人：陈共炎

课题总协调人：刘肃毅

课题研究组成员：杨 健（组长）

赵国庆 丁庭栋

郑志勇 李 勇

李向科

目 录

1. 绪 论.....	1
1.1 选题背景	1
1.2 选题意义	1
1.3 研究创新	2
2. 国内外证券投资者保护基金制度建立的背景.....	3
2.1 国际背景	3
2.2 国外赔偿制度概况	5
2.3 国内背景	6
2.4 国内的研究现状	7
3. 中小投资者受保护的原因.....	9
4. 国内外制度比较.....	15
4.1 法律基础	15
4.1.1 各国赔偿制度建立的法律基础的比较.....	15
4.1.2 我国证券投资者保护基金的法律基础.....	17
4.2 组织模式和监管模式的比较	20
4.3 会员组成及资金来源的比较	25
4.4 赔偿机制比较	30
4.4.1 赔偿对象.....	31
4.4.2 赔偿范围.....	34
4.4.3 赔偿限额和比例.....	36
4.4.4 赔偿时限.....	39
4.4.5 偿付程序.....	39
4.5 运作情况	40
4.5.1 赔偿情况与赔偿构成.....	40
4.5.2 投资者保护基金的收支及资金规模.....	41
4.5.3 执行效果.....	42
5. 中小投资者群体行为与赔偿实现机制.....	43
5.1 投资者的投资行为分析	43
5.2 投资群体特征	45
5.3 中小投资者与赔偿实现机制	47
6. 道德风险与逆向选择问题.....	50

6.1 问题提出	51
6.1.1 道德风险.....	52
6.1.1.1 投资者的道德风险分析.....	52
6.1.1.2 证券公司的道德风险分析.....	53
6.1.1.3 证券公司管理层的道德风险分析.....	55
6.1.1.4 监管机构的道德风险分析.....	56
6.1.1.5 道德风险的博弈分析.....	56
6.1.2 逆向选择.....	61
6.1.2.1 逆向选择表现形式.....	61
6.1.2.2 逆向选择的危害.....	63
6.2 激励机制设计	64
7. 研究结论.....	73
参考文献.....	74

1. 绪 论

1.1 选题背景

近年来中国出现的若干起证券公司财务危机事件，均是通过行政方式得到解决，但毕竟行政措施是临时性手段，而非正常的制度化处理方式。不仅如此，在处理上市公司及证券公司的违规及财务问题上，虽然有些上市公司和相关机构受到了处罚，但投资者遭受的损失却仍然没有获得赔偿。

在国际上证券投资者保护制度或称投资者赔偿机制，已经运行了 30 多年。这种机制已被许多国家所采纳，其主要目的是当证券经纪机构出现财政危机、清盘、关闭、破产等情况，而无法偿还证券投资者的投资资金时，给予中小投资者一定比例的补偿。

对投资者的赔偿主要通过证券投资者保护基金来实现的。有效地启动赔偿机制，可以避免部分证券公司在发生危机时导致投资者对市场失去信心，甚至引发进一步的市场动荡和危机。由于各国情况不同，不同国家保护基金赔偿机制在具体赔偿环节上也存在一定的差异。针对证券投资者保护基金赔偿机制研究，国内外主要从以下几个方面进行：赔偿条件；赔偿对象；赔偿限额和比例；赔偿时限；偿付程序。

1.2 选题意义

然而，关于投资群体迁移与赔偿机制研究在国内尚不多见。目前，中国的证券投资者保护基金制度正在积极构建过程中，上述研究更显现其现实意义。

本课题针对此方面的研究属于应用研究。首先，进行投资群体迁移研究。投资群体迁移指普通投资者与机构投资者的结构、规模与趋势。研究重点是探寻中小投资者的收益、损失以及造成损失的原因。在投资群体迁移模式研究的基础上，赔偿机制研究具有以下现实意义：

(1) 证券投资者保护基金赔偿机制是国家信用体制的具体体现。建立国际成熟市场通行的证券投资者赔偿保护机制将使证券公司的市场行为更趋于规范

化、制度化和国际化，从而能够确保广大中小投资者的利益。

(2) 证券投资者保护基金赔偿机制也是国家保险体系的重要组成部分。建立对投资者的保险体系和赔偿基金将有助于降低监管成本。

(3) 证券投资者保护基金赔偿机制能够实现证券公司自我监督管理。通过向证券公司征收一定的费用，可以增加证券公司自我监督管理能力，减少重组、兼并或破产倒闭的风险。

(4) 证券投资者保护基金赔偿机制能有助于证券市场的稳定和健康发展。作为证券市场的一项基础性制度建设，证券投资者保护基金还可以促进证券公司破产清算机制的形成，建立证券公司风险防范和处置的长效机制，有助于防止证券公司个案风险的传递和扩散。

(5) 证券投资者保护基金赔偿机制有助于提升投资者对证券市场的信心，此举标志着对于投资者权益的保护工作迈出了实质性的一步，对证券市场具有保驾护航的作用。同时有助于我国和谐社会的建设。

1.3 研究创新

本课题理论创新之处在于通过定量分析，建立适合国情的赔偿机制。同时研究，在建立良好的赔偿机制的情况下，针对“道德风险和逆向选择”则所可能带来的问题进行分析，总结道德风险和逆向选择所带来的后果，分析道德风险和逆向选择带来的主要危害，提出自己的应对策略，这对中国建立合适的证券投资者保护基金赔偿机制具有如下重大实际应用价值：

(1) 可在证券公司出现关闭、破产等重大风险时依据政策规范地保护投资者权益，通过简捷的渠道快速对投资者特别是中小投资者予以保护。

(2) 可以完善投资者保护机制，改变证券公司的市场退出模式，减少社会成本。

(3) 可以减少因为管理者寻租带来的关系赔偿和滥赔偿情况发生。

2. 国内外证券投资者保护基金制度建立的背景

证券投资者赔偿制度出现于 20 世纪 60 年代末 70 年代初。二战后，各国的证券市场得到了快速发展，但从 60 年代末，一些国家出现了证券经纪商破产倒闭造成投资者现金和股票损失的问题，投资者的信心受到严重打击。为了维护投资者信心，保证证券市场稳定发展，各国逐步开始建立保护中小投资者利益的投资者赔偿制度。证券投资者保护主要通过通过对投资者的赔偿来实现的，证券投资者赔偿制度是世界各国普遍建立的一种中小投资者保护制度，它是投资者保护体系的重要组成部分。

保护投资者是保证证券市场长期发展的重要原则之一，并日益在全球范围内得到认同和执行。国际证监会组织（IOS00）将“保护投资者”列为对资本市场三大监管目标之一，欧洲证券委员会论坛（FES00）更是在 2001 年 2 月颁布了《协调保护投资者的核心商业行为准则》。

2.1 国际背景

从成熟市场的情况来看，保护证券投资者的基本途径不外乎两个：其一，运用行政手段对证券公司、上市公司执行以信息披露为核心的监管；其二，运用市场化手段规范投资者与市场、投资者与上市公司、投资者与证券公司之间的法律关系及救济制度。就后者而言，包括教育机制、股东诉讼机制和赔偿机制。首先，投资者是市场的自愿参与者，教育机制旨在让投资者明确市场规则和风险，接受“对自己的决策承担责任”这一原则。其次投资者又是上市公司的股东，股东诉讼旨在赋予投资者运用法律维护自身权利、惩罚违规公司的手段。第三，投资者又是证券公司的客户，赔偿机制旨在为投资者提供因证券公司违规和无力支付而受到伤害的风险。

第一，作为经营性机构，证券公司不可避免地会发生违规甚至破产。证券公司是证券市场重要的中介机构，它以金融服务的方式，接受投资者的保证金或委托资产，因此，它的经营状况直接影响到投资者的利益。然而，从 1971 年到 2001 年期间，美国先后有将近 300 家证券公司经营失败，高峰时期每年到达数十起；从 1988 年到 1999 年期间，英国先后有 1321 家证券公司经营失败，其中 595 家

集中在 1999 年，占总数的 45%；在亚洲，日本三洋证券和山一证券等大批证券公司在 20 世纪 90 年代末期的金融危机中破产，造成数 10 亿美元的财产损失，香港也发生百富勤事件及正达证券、集丰证券、福广证券、福权证券等公司的破产。

第二，单个公司或交易所都无力独自承担投资者的保证金不受损失的责任。虽然证券公司普遍提取风险准备金，但一旦发生破产，其清算财产往往不足以支付投资者的保证金。面对这种情况，美国曾试图通过自律组织加以解决，如有纽约证券交易所和全国证券经纪商协会干预会员的账户，并可以将财物状况弱的公司转入强的公司。此外，纽约证券交易所还于 1964 年创立了一个数额高达 1000 万美元的“特别信托基金”，外加 1500 万美元的信用额度，以协助财物出现问题的会员和保护投资者。在所后的几年中，美国的交易所都陆续建立了这样的“特别基金”。

在 1969 年时，美国证券市场转入熊市，股价下跌，交易量下降。大幅减少的收入和巨额存货损失，使众多证券公司陷入困境。仅纽约证券交易所就有 129 家会员遭到清算、合并或要求交易所提供援助，另有 71 家会员要求交易所提供部分资助。到 1970 年夏，“特别基金”用尽，纽约证券交易所又紧急从其建筑基金中抽取 3000 万美元转入“特别基金”。然而，相对于证券公司所持有的庞大的投资者资产，“特别基金”无异于杯水车薪。据统计，1970 年，纽约证券交易所会员公司的保证金余额达 30 亿美元，此外还持有 500 亿美元的客户证券。在这种情况下，亟待建立一种新的证券投资者保护、救济机制。

第三，建立证券投资者赔偿机制，是完善现有投资者保护体系的重要组成部分。同样以美国为例，1933 年，美国国会通过《银行法案》，建立储蓄存款保险公司，以便在银行破产时对存款者进行保护；1934 年，美国国会通过《全国住房法案》，建立联邦储贷保险公司，对在联邦储贷协会存款的居民提供保险；1970 年，美国国会修订《联邦信用社法案》，设立联邦信用社管理局，建立全国信用社股份保险基金，给信用提供保险制度；1974 年，美国国会通过《雇员退休收入保险法案》，建立退休收益保险公司。因此，将赔偿机制引入证券投资领域，是完善投资者保护体系的必要步骤。1970 年 12 月，美国国会通过《证券投资者保护法》，标志着其证券投资者赔偿机制的正式确立。该法可以被视为美国 1934 年《证券交易法》对投资者实施保护的延伸。《证券交易法》主要是针对证券公

公司的内幕交易、操纵市场等欺诈行为进行规范、惩罚，而没有对证券公司无力支付行为的规定；《证券投资者保护法》则着眼于证券公司破产对投资者的伤害，建立相关的赔偿机制，从而在一定程度上弥补了《证券交易法》的不足。从后来的实际执行情况看，这种补充是必要而有效的，并得到了其它国家的肯定和仿效，从而使证券投资者赔偿机制在各主要资本市场逐步确立。

2.2 国外赔偿制度概况

保护投资者（尤其是保护中小投资者）是证券市场监管的核心内容，也是证券市场健康运行的基础。一个完整的投资者保护体系包含了丰富的内容，大体可以划分为对投资者作为上市公司股东，享有股东的权利。但作为上市公司股东，中小投资者在信息、资金、专业知识方面与公司管理层及大股东相比均处于绝对劣势，各国主要通过完善公司治理和强化外部司法监督机制来保护中小投资者在这方面的利益。

另一方面，作为证券交易者，中小投资者与证券公司之间存在严重的信息不对称，证券公司的经营不善或者违法违规经营对投资者利益可能构成损害，当证券公司破产时，投资者可能会遭受到现金或者有价证券的损失。各国主要通过加强对证券公司的监管来保护投资者在这方面的权益，同时，世界上大多数证券市场发达的国家还建立起了投资者赔偿制度，作为最后的保护措施。

证券投资者赔偿制度也被称为投资者赔偿计划（Investor compensation scheme, ICS）通常有相关的投资者保护立法，并建立了投资者赔偿基金。它出现于二十世纪七十年代。战后证券市场得到了快速发展，但七十年代初期一些国家出现了证券经纪商破产倒闭造成投资者现金和股票损失的问题，证券投资者对证券市场的信心受到打击。为了维持投资者信心，保证证券市场稳定发展，各国开始建立保护中小投资者利益的投资者赔偿制度。建立较早的是加拿大（1969年）建立了“加拿大投资者保护基金”（Canadian Investor Protection Fund, CIPF），旨在保护投资者减少因相关证券经营机构破产而招致的损失，增强投资者的信心，培育健康有效的资本市场；紧随其后，美国（1970年）通过《证券投资者保护法》，并成立了“证券投资者保护公司”（Securities Investors Protection Corporation, “SIPC”），专门负责保护证券投资者因当时数百家证券经纪商遇到

经营危机、财务困难以及市场萎缩的打击而破产倒闭造成的损失。八十年代是建立投资者赔偿计划的高潮阶段，英国、澳大利亚、香港等国家和地区先后建立了投资者赔偿计划。九十年代有更多的国家加入进来。为了适应欧盟内部金融市场一体化的需要，1997年欧盟制定了《投资者赔偿计划指引》，建立了统一协调的欧盟内部投资者赔偿制度，在欧盟的倡导下，德国、爱尔兰、法国、比利时、卢森堡、瑞典、葡萄牙等欧盟国家随后相继建立投资者保护赔偿机制；亚洲金融危机后，许多新兴市场国家，如泰国、菲律宾、印度、土耳其和我国台湾地区也纷纷建立了各具特色的相应机制和机构，加强对投资者的保护。它对于将来国际金融市场一体化条件下投资者保护的国际协调具有重要的参考意义。

2.3 国内背景

中国证券公司行业的发展及隐患：

第一，中国的证券公司有了一定程度的发展。到2002年4月底，全国共有证券公司100多家，总资产6000多亿，其中注册资本在10亿元（含10亿元）以上的证券公司有43家。不过，与国际大型证券公司相比，我国证券公司的规模依然很小。例如，上述43家我国最大的证券公司的总资产合计725亿美元，仅为美林证券2120亿美元的1/3。随着我国加入WTO和允许设立合资证券公司、合资基金公司，资本市场全球化带来的竞争迫在眉睫；从这一点上看，我国证券公司存在通过继续增资或购并来扩大规模，以应对挑战的内在动机。

第二，证券公司的股权结构向多元化发展

目前我国的100多家证券公司中，只有少数公司由国家直接控制或股权比较集中。经过增资扩股，大部分证券公司的股权进一步分散，并出现了上市公司（宏源证券）和股份有限公司（南方证券等）。股权的多元化为证券公司提供了通过市场手段进行资本经营、兼并重组的可能性。

第三，证券公司在经营中的竞争日益激烈

随着我国证券市场的日益规范和市场参与各方理性化程度上升，证券公司的高利润逐渐难以维持。从全行业税前利润总额看，2000年为200.77亿元，2001年降至63.55亿元，2002年更出现行业性亏损。从我国证券公司收入构成上分析，传统的经纪业务占收入的一半以上，竞争还停留在较低的层面上。随着佣金政策

的放开，价格竞争还将全面展开；网上经纪业务的发展，又将给证券公司带来新的竞争风险。此外，证券公司的自营业务和委托理财业务中违规现象屡见不鲜，又缺乏有效的避险工具，导致其中蕴涵了巨大的经营风险。

第四，不良资产、挪用保证金等问题困扰着证券公司的稳健发展。

我国证券公司在发展初期的经营不够规范，形成了大量的不良资产。按照证监会颁布的净资本计算规则，2001年底，全国主要的102家证券公司的资产折扣与或有负债综合达406亿元，而各公司对该部分资产提取减值准备的动力不足。

挪用保证金问题存在已久，虽经整改，到2001年底，仍有28家证券公司挪用客户保证金114亿元，有些公司自身已无力归还挪用的保证金。2001年时，我国证券公司总资产负债率达85.42%，总负债是净资产的5.47倍；这些债务中“短借长用”、“拆东墙、补西墙”状况严重，资金链一断，就会引发偿付风险。

上述情况表明，我国客观上已有建立证券投资者赔偿基金的必要性。

2.4 国内的研究现状

傅浩于（2002）通过对证券投资者赔偿制度国际比较研究^①，认为从更为广阔的视角来看，投资者赔偿制度的建立和完善是世界各国（地区）加强对金融市场参与者保护的一个组成部分，与之相并列的是规模更大的存款保险制度和保险购买人保护制度。例如2001年2月，英国就将这三种性质相同的制度统一为新设立的金融服务赔偿计划(FSCS)，建立了统一的金融服务赔偿体制。证券投资者赔偿制度是世界各国（地区）普遍建立的一种中小投资者保护制度，它是投资者保护体系的重要组成部分。

张育军、隆武华（2003）对投资者赔偿基金的国际经验及在我国的构建^②进行了研究，认为：证券公司作为经营性机构，不可避免地会发生违规甚至破产。虽然证券公司普遍提取风险准备金，但一旦发生破产，其清算财产往往不足以支付投资者的保证金。在20世纪70年代，美国国会通过《证券投资者保护法》，正式建立证券投资者赔偿基金。赔偿基金的来源不尽相同，但主要都是由会员公司出资。当会员公司发生财务危机或倒闭，并导致投资者的存管证券或交易保证

^①上海证券交易所“投资者保护国际研讨会”会议资料，并刊于2002年第1期《证券市场导报》。

^②证券法律评论，2003（2）。

金蒙受损失时，赔偿基金向投资者提供赔偿。我国目前尚缺乏专门针对证券投资者赔偿基金的法规。从我国证券公司所处的情况和现有条件出发，制定有关赔偿基金的法规十分迫切。就赔偿基金的组织形式而言，可以考虑采取独立的、会员制的、非盈利性的投资者保护公司的模式。该投资者保护公司应由中国证监会或证券业协会认可并监管，证券公司和期货公司加入成为会员。

对海外投资者保护基金制度及借鉴的研究，刘洁（2005）^③认为：保护投资者尤其是保护中小投资者，是证券市场监管的核心内容，也是证券市场健康运行的基础。国际上，证券投资者保护机制已经有 30 多年的运行经验，很多方面值得我们借鉴。本文从法律框架、组织模式、资金来源、赔偿机制、运作情况等方面，对国际上主要国家和地区的证券投资者保护基金制度进行了比较，并结合我国证券市场特征，对我国证券投资者保护制度的建立和完善提出若干建议。

^③ 《证券市场导报》2005 年第 8 期。

3. 中小投资者受保护的原因

目前，中国证券市场上从人数上看，个人投资者占总开户人数的 99.7%，机构投资者只占 0.3%，但是机构投资者拥有 80%左右的流通证券余额，个人投资者只拥有 20%左右的流通证券余额。这就是中国股市投资者的“二元结构”，一端是极少数的“机构投资者”，一端是人数众多的个人投资者。在股市的投资者群体中，个人投资者占了绝大部分，起着举足轻重的作用，保护中小投资者的信心，对保证证券市场的健康发展具有重要意义。但是，我国的证券市场在为中小投资者提供投资机会的同时，由于证券市场运作的不规范，侵害中小投资者利益的行为频频发生，其主要形式包括：“庄家”利用资金优势，在证券市场兴风作浪、操纵市场、扭曲价格；公司勾结中介机构为骗取上市或为获取配股权，进行过度包装、虚假陈述、蒙骗投资者，我国的“银广夏”事件就是明证；上市公司与机构大户联手利用信息优势大作内幕交易牟取暴利等等。我们认为导致中小投资者利益不断受损并愈演愈烈的原因在于以下四个方面。

(1) 信息披露制度不完善

投资者保护并不是保证投资者获利，投资者要在信息充分披露的前提下，对自己的投资决策负责。信息是证券市场交易的基础，信息披露是否及时、真实、完整直接影响到投资者投资决策的科学性，按照证券市场公开、公平、公正的“三公”原则，投资者对同样的信息可以有不同的理解和不同的反应行为，但每一个投资者都应有均等的机会获取同样的信息，在信息的可获得性上所有投资者都应在同一起跑线上，并且所享有的公开信息应是真实、完整的。但目前中国证券市场还不能达到这一基本要求，在信息披露上主要存在四方面问题：一是信息披露不完整。在各上市公司公布信息时，常是能省则省，在中报、年报及公司重大事项变更时，一些上市公司出于各种目的有意遗漏、推迟甚至隐瞒一些重大事项的公告，比如上市公司对其对外担保等重要事项常常守口如瓶。ST 宏业被戴上 ST 帽子，并不是因为 1999 年度经营亏损，而是由于公司对外担保被申请清盘，但是 ST 宏业却从未对这一事项进行过披露，这就使得投资者常常处于被蒙蔽状态，往往要到问题严重得无法掩饰时，投资者才能发现。二是信息披露不及时。上市公司对影响股票交易价格的重大临时变动情况，往往没有及时予以公告，而这种滞后对只能依靠媒体和上市公司公告来获取信息的中小投资者来说已经形

成了不平等。三是信息披露中作虚假陈述。一些上市公司为获得上市资格或为配售资格或为操纵股价，过度包装，人为调整财务业绩，一些中介机构也不顾行业信誉，为了利益在其中作帮衬，“开创”出各种弄虚作假的记录，导致中小投资者依此作出错误判断。四是事先向特定人披露信息，使其利用未公开信息作内幕交易，使得中小投资者往往成为市场操纵下的牺牲品。

（2）法律制度不健全

1. 民事赔偿制度不完善

新《证券法》的颁布，虽然对旧《证券法》过分注重对违法违规者的行政刑事制裁而忽视对受害者的民事赔偿救济予以了修正，增加了大量的民事赔偿救济措施。如《证券法》第 69 条规定“虚假陈述”行为致使投资者受损的，发行人、上市公司应当承担赔偿责任；第 76 条规定“内幕交易”行为给投资者造成损失的，行为人应当依法承担赔偿责任；第 77 条规定“操纵证券市场”行为给投资者造成损失的，行为人应当依法承担赔偿责任；甚至在第 134 条明确规定，国家设立证券投资者保护基金。但是这些规定却只是作了框架性的规范，可操作性不强。民事责任实体制度应包括承担责任的行为、责任方式、归责原则、损失赔偿范围及计算方法等。按照这一制度要求，我们再来看一下上面的这些规定，不难发现，以上的规定只是笼统地要求行为人对因自己的过错而给投资人造成损失的行为承担赔偿责任，但并没有对损失赔偿范围及计算方法作出细化，这就势必会给法官使用法律带来一定的困难，造成判决不一，投资者的损失可能得不到全面有效的补偿。而对于《证券法》第 134 条要求设立证券投资者保护基金的规定则更加笼统，虽然中国证监会、财政部、人民银行联合发布了《证券投资者保护基金管理办法》，中国证券投资者保护基金有限公司也于 2005 年 9 月 29 日成立，但是对于保护基金的运作仍是处于探索阶段，至今仍未有一部关于证券投资者保护的法律出台，甚至作为保护性基金实施前奏的证券公司退出机制仍处于无法可依的境地，与之相关的《破产法》迟迟未能出台。在这些配套措施未出台之前，投资者保护基金制度无异于空中楼阁，投资者的权利是无法保证得到有效救济的。

2. 举证责任规定的缺陷

我国的证据制度，实行“谁主张，谁举证”的举证责任，只对少数几类特殊侵权行为实行举证责任倒置，如医疗纠纷、高度危险作业致人损害等，而证券诉

讼并不属于举证责任倒置的情形之列。这就决定了我国的证券诉讼案件中举证责任依然归原告方,即中小投资者,而这对中小投资者维护自己利益显然极为不利。在操纵股价、非公允的关联交易等证券诉讼中,中小投资者完全处在“信息不对称”的弱势地位,要求其承担举证责任,相当于提高了败诉的几率,同时这种低掠夺成本将使得不法分子更加恣意妄为,大大降低了对中小投资者的保护力度。

(3) 证券公司退市机制不完善

虽然我国的证券市场起步较晚,但国内证券公司的退市案例也并不少见。自2002年6月7日中经开证券首次被银河证券托管以来,截至到目前为止,已经相继有鞍山证券、大连证券、河南证券、珠海证券、富友证券、海南证券、佳木斯证券、新华证券、南方证券、云南证券、汉唐证券、德恒证券、恒信证券、中富证券、闽发证券、辽宁证券、亚洲证券等18家证券公司被托管。2005年又有甘肃证券、昆仑证券、广东证券、天勤证券、西北证券、兴安证券等六家证券公司被证监会行政处罚,责令关闭。这些证券公司被托管或者责令关闭的原因,或是挪用客户的巨额保证金,如鞍山证券挪用客户10.18亿元保证金,大量居民高息债券无法支付,出现支付危机;或是挪用客户托管国债,如富友证券挪用客户39亿国债(详见表1)。

在我国证券公司市场竞争日益激烈、证券公司盈利能力普遍弱化的形势之下,可以预见,今后会有更多的证券公司面临退出市场的危机。在证券公司退出的实践模式中,有破产清算方式退出市场、托管经营的方式逐步退出市场、非破产清算方式退出市场和吸收合并的方式退出市场四种。其中证券公司的托管经营是中国处理问题证券公司广泛采用的方法(表1中的18家证券公司都是先经托管),托管具有明显的权宜之计和过渡的性质。

表1: 部分证券公司退市原因及时间^④

券商	退市原因 / 退市时间	券商	退市原因 / 退市时间
大连证券	非法集资/2002	海南证券	挪用客户保证金3.5亿, 因国债回购“背负巨债”/2002
河南证券	挪用客户资金5亿/2003	珠海证券	挪用客户保证金10亿/2003
富友证券	挪用客户托管债券39亿/2003	佳木斯证券	违规经营/2003
新华证券	内控管理缺陷/2003.12.5	南方证券	挪用客户保证金80亿, 机构债务120亿/2003
云南证券	挪用客户交易结算资金/2004	汉唐证券	挪用客户保证金25亿, 国债回购欠库10亿/2004
德恒证券	非法吸收公众存款208.89亿/2004	恒信证券	违规经营/2005
中富证券	挪用资金/2004	闽发证券	违规经营/2004
辽宁证券	违规经营/2004	亚洲证券	股东虚假出资, 挪用保证金/2005

^④资料来源: 根据“中国证监会”网站数据整理而成。

从托管实践来看，主要包括以下两种模式：

一是行政接管

行政接管是指当金融机构出现财务危机时，资产状况严重低于监管者规定的指标体系，由监管者按照法规规定对其经营活动实施的强制性措施，它是各国立法的通例。我国《商业银行法》对银行类金融机构的接管作出过规定。1995年发生了首例金融机构接管事件就是中国人民银行接管中银信托投资公司。此外，《保险法》、《信托投资公司管理办法》、《金融租赁公司管理办法》、《企业集团财务公司管理办法》和《银行业监督管理法》也对各类金融机构的接管作出了规定。但是，对于证券公司的退市监管，现行《证券法》并没有对证券公司的行政接管作出规定。实践中，虽然对于证券公司的接管没有法律可以适用，但这并没有影响监管机构行政权力的行使。例如，2004年1月2日，南方证券由中国证监会和深圳市政府联合行政接管，由此开始了这家著名证券公司的退市之路。

二是同业托管

较之行政接管，目前更常见的退出方式是同业托管。即由受托的金融机构组织成立托管经营组来行使被托管的“问题”证券公司的经营管理权，同时证券交易等业务正常进行，除客户证券交易结算资金，所有债务停止支付，由相应受托机构负责进行登记和确认。一般来说，如果是新成立一家证券公司来托管“问题”证券公司，则“问题”证券公司的所有债务都由新证券公司承担，如太平洋证券托管云南证券；而如果是老证券公司托管“问题”证券公司，则老证券公司不承担“问题”证券公司的债务，中国民族证券托管鞍山证券，东北证券托管新华证券就属于这种情况。这种同业托管的模式不仅在制定法上找不到任何依据，完全是证监会“自创”，而且在法理上也是说不通的。因为当一家金融机构被证监会指定而享有了“托管权”后，它行使被托管证券公司经营权的目的是什么？是为了维护金融稳定，实现最大化的公共利益，还是借此机会谋取自身的利润？如果是前者，那并非公共部门的金融企业有何义务去替证监会履行义务呢？而如果是后者，那在接管过程中，被托管证券公司的股东、债权人以及职工的利益又如何保障呢？这些问题事实上已经摆在了监管部门面前，比如托管人对南方证券的债务处置方案就颇受各方争议，天津、东北等地的债权人要求南方证券偿还个人借法人名义委托理财的资金，而监管部门和托管人等对此却意见不一。又如，德恒证券托管经营过程中，托管人华融资产管理公司不积极接受重组人的重组方案，

拖延重组进程，致使公司经营持续恶化，导致债权人利益受到损害。可见，同业托管虽然能有效控制证券公司风险扩散，也存在行政力量干预过多，透明度不高等问题，而这些问题产生的缘由就在于同业托管方式的法律规范缺失。

根据以上的分析，现行的法律法规对托管的法律性质、托管方法和被托管方、投资者、债权人的关系没有规定，从而造成大量悬而未决的问题。托管机构和被托管机构的债权人、职工发生的法律诉讼和纠纷不断发生，法院在处理这类案件中由于无法可依，无据可循，存在着极大的任意性，造成了证券市场的严重混乱。这种非市场化的“政府主导型”的退出机制，一方面容易形成证券公司管理层的心理预期，即无论进行怎样的投资，盈利的总是自己，亏损的总是国家，无形中将形成巨大的金融风险，这对投资者利益的保护将是极为不利；一方面与证券市场的“三公”原则不符，有违我国加入 WTO 的承诺；另一方面增加了国家的监督成本，使得央行的再贷款压力增大。

（3）政府监管的错位

证券市场的监管者主要是证券监督委员会及其派出机构、证券交易所等。目前市场中大量存在的侵害中小投资者利益的现象与监管者监管不力紧密相关，而监管不力而主要归因于监管部门的错位。

1. 在监管上的缺位

监管者为了保持市场繁荣，总担心对违规行为的处理会引起市场过度的反应，因而对违规行为多加忍让、姑息，证券市场中出现的证券公司挪用客户保证金屡禁不止，其主要原因就是由于市场监管手段不足和不力。更有甚者，一些处罚最后可以不了了之，如证监会对“亿安科技”股价操纵者开出的巨额罚单，最后因为种种原因根本无法执行。这些“弱处罚”都显示了监管部门并没有有效地发挥其监管职责。

2. 在退市处理中的越位

当前我国证券市场的退出机制主要是以非市场化的退出模式为主，监管部门以行政干预的方式主导证券公司退市。这种行政越位，一方面加大了中央银行的再贷款压力，另一方面也加大了问题证券公司的道德风险，从长远来看，并不利于中小投资者利益的保护。

投资者利益的保护在各国证券市场的发展中都是不可或缺的一环。大量的理论与研究表明，一国或地区投资者保护越好，资本市场也就越发达，抵抗金融风

险的能力就越强，对经济增长的促进作用也就越大。中小投资者作为证券市场的弱势群体，亟需一套完整的机制来保护他们的利益。我国证券市场起步较晚，从建立到现在不过短短二十年，在中小投资者保护的问题上，从最初的《股份有限公司规范意见》（1992）和《股票发行与交易管理暂行条例》（1993）两部法规分别对投资者保护作出规定到新《证券法》中借鉴国际经验建立证券投资者保护基金，我国的立法者一直在为完善中小投资者利益保护机制而努力。

4. 国内外制度比较

4.1 法律基础

4.1.1 各国赔偿制度建立的法律基础的比较

从世界范围来看，各国投资者赔偿制度均有相关法律法规作为依托和保证。根据国情不同，各国投资者赔偿制度的法律基础各不相同。大体而言，有以下几种类型：

（1）国家立法

绝大多数国家的投资者赔偿制度都建立在明确的国家立法基础之上。其中，最早的是美国。60年代末美国证券业遇到经营危机、财务困难以及市场萎缩的打击，造成数百家证券经纪商被迫合并或停业，或因为无法对客户履行义务而破产，不少投资者担心资金的安全，纷纷撤离证券市场。为了重建投资者对证券市场的信心，美国国会在1970年通过了《证券投资者保护法案》，并据此成立了证券投资者保护公司。

一些国家又专门针对投资者赔偿的国家立法，例如上面提到的美国《证券投资者保护法案》，爱尔兰语1998年制订的《投资者赔偿法》，澳大利亚1987年制订的《国家担保基金法》。还有一些国家的投资者保护制度立法包含在综合性的金融法案中，如英国2000年颁布的《金融服务和市场法（FSMA）》中对建立综合性的金融服务赔偿计划作出了规定，由金融服务赔偿计划来合并过去的投资者赔偿计划(ICS)和存款保护计划(DPS)。德国1998年1月颁布的《存款保护和投资者赔偿法案》也在同一部法律中对存款保护和投资者保护计划作出了统一的规定。还有一些国家和地区将投资者赔偿制度在综合性的证券立法中予以规定，例如香港交易所赔偿基金的法律基础就是1970年《证券条例》第10条。即将推出的新的投资者赔偿安排将根据已于2000年11月提交立法会审议的《证券及期货条例草案》推行。

（2）部门行政规定

也有一些国家和地区并没有对投资者赔偿计划制订国家立法，而是采用监管

部门行政立法的形式来为投资者赔偿计划提供法律基础。例如我国台湾，“财政部”证券暨期货管理委员会于 1995 年颁布了《证券投资人保护基金设置及运用办法》，对证券投资人保护基金的设置及运用等相关事宜进行了详细规定。

(3) 没有明确的立法

还有一些国家和地区没有明确的法律基础，而是根据其他相关法律中的条款，例如加拿大，就没有针对投资者赔偿方面的法律。为了加强投资者的安全和信心，加拿大自律监管组织（SROs，由加拿大投资商协会、加拿大风险交易所、蒙特利尔交易所、多伦多和温尼伯证券交易所组成）早在 1969 年便建立了国家意外基金(the National Contingency Fund)，1990 年更名为加拿大投资者保护基金(the Canadian Investor Protection Fund，CIPF)，提供投资者赔偿服务。由于加拿大并没有专门针对投资者保护方面的法律，因此加拿大投资者保护基金的操作主要遵循加拿大破产清算法及其他相适宜的法律。

除了美国的《证券投资者保护法》外，英国颁布了《1986 年金融服务法案》和《2000 年金融服务与金融市场法》，日本与 1998 年颁布了《证券交易法》香港分别于 1970 年、2001 年颁布了《证券条例》和《证券及期货条例草案》，德国于 1998 年颁布了《存款保护和投资者赔偿法案》。

我国在法律上已经提出对风险基金的要求。《证券法》第 111 条规定：证券交易所应当从其收取的交易费用和会员费、席位费中提取一定比例的金额设立风险基金。风险基金由证券交易所理事会管理。第 128 条规定：证券公司从每年的税后利润中提取交易风险准备金，用于弥补证券交易的损失。第 154 条规定：证券登记结算机构应当设立结算风险基金，并存入指定银行的专门账户。结算风险基金因技术故障、操作失误、不可抗力造成的证券登记结算机构的损失。目前，证券交易所风险基金和结算风险基金均已经建立，证券公司交易风险准备金也在按规定由各公司自行提取。

我国已采取各种措施推动解决证券公司挪用保证金问题。2002 年 1 月 1 日起实施的《客户交易结算资金管理办法》要求，证券公司必须将客户交易结算资金和客户委托资金集中统一管理，与自营资金分开处理，全额存放于客户交易结算资金专用存款账户和清算备付金账户。目前，尽管任务十分艰巨，各公司都在通过诉讼、资产置换和剥离等方式处理这些不良资产。

目前我国 2005 年经国务院批准，中国证监会、财政部、人民银行于 6 月 30

日联合发布了《证券投资者保护基金管理办法》。切实有效的法律法规为投资者保护机制的运作提供了良好的法律基础和保证。

表 2：部分国家或地区投资者保护基金名称及其法律依据

法律形式	国家或地区	名称	法律依据
有专门的法规	美国	证券投资者保护公司 (SIPC)	1970 年《证券投资者保护法》
	澳大利亚	证券交易担保公司 (SEGC)	1987 年《国家担保基金法》
	欧盟	投资者赔偿计划	1997 年“投资者赔偿计划指引”，(ICSD)
	德国	证券交易赔偿基金 (EDW)	1998 年《存款保护和投资者赔偿法案》
	爱尔兰	投资者赔偿公司 (ICCL)	1998 年《投资者赔偿法》
	印度	投资者教育保护基金 (IEPF)	1956 年《公司法》
			1999 年修改《公司法》
2001 年《投资者教育及保护法规》			
台湾	证券投资人保护基金	2002《证券投资人及期货交易人保护法》	
依托于证券法或公司法	香港	香港交易所赔偿基金	1974 年《证券条例》第 10 条
	英国	金融服务赔偿计划 (FSCS)	1986 年《金融服务法案》
			2000 年《金融服务和市场法 FSMA》
日本	证券投资者保护基金	1998《证券交易法》	
根据其他法律	加拿大	加拿大投资者保护基金 (CIPF)	加拿大尚未颁布专门针对投资者保护方的法律。因此 CIPF 的操作主要遵循加拿大破产清算法及其他适宜的法律。

4.1.2 我国证券投资者保护基金的法律基础

经国务院批准，中国证监会、财政部、人民银行于 2005 年 6 月 30 日联合发布了《证券投资者保护基金管理办法》（以下简称《管理办法》）。我国证券投资者保护基金正是按照《管理办法》筹集形成的、在防范和处置证券公司风险中用于保护证券投资者利益的资金。保护基金制度的创立，是我国建立现代化的、符合国际惯例的资本市场重要探索，它标志着国内证券投资者保护制度的正式建立，对于我国资本市场的健康发展具有重要意义。

十届全国人大常委会第十八次会议上表决通过《证券法》修订案（以下简称“新《证券法》”）并于 2006 年 1 月 1 日起施行。我国新《证券法》是证券投资者特别是中小投资者权益保护的根本性法律保障，它的意义主要体现在以下几个方面：

（1）确立证券投资者保护基金制度

新《证券法》第 134 条规定“国家设立证券投资者保护基金。证券投资者保护基金由证券公司缴纳的资金及其他依法筹集的资金组成，其筹集、管理和使用的具体办法由国务院规定。”目前，国务院已经批准设立了中国证券投资者保护

基金有限责任公司，具体负责证券投资者保护基金的筹集、管理和使用，按国家政策使用基金弥补客户证券交易结算资金和收购个人债权。按照“依法清偿、适当收购”的原则处理停业整顿、托管经营、被撤销的证券公司中的个人债权及客户证券交易结算资金问题。目前，对个人债权进行收购主要依据是人民银行、财政部、证监会等有关部门联合发布的《个人债权及客户证券交易结算资金收购意见》、《个人债权及客户证券交易结算资金收购实施办法》（2004）、《关于个人债权收购有关问题的补充通知》、《证券投资者保护基金申请使用管理办法（试行）》（2006）等部门规章和规范性文件。目前，对个人债权进行收购主要依据是中国人民银行、财政部、证监会等有关部门联合发布的《个人债权及客户证券交易结算资金收购意见》、《个人债权及客户证券交易结算资金收购实施办法》及《关于证券公司个人债权及客户交易结算资金收购有关问题的通知》等规范性文件。新《证券法》在我国首次确立了要设立证券投资者保护制度，为保护广大证券投资者特别是个人投资者利益奠定了法律基础。

（2）加强对上市公司监管

通过提高上市公司的质量来回报投资者，这是对证券投资者利益的根本性保护。新《证券法》通过规范股票发行和上市加强了对上市公司的监管，主要体现在三个方面：一是确立上市保荐人制度。第 11 条规定“发行人申请公开发行股票、可转换为股票的公司债券，依法采取承销方式的，或者公开发行法律、行政法规规定实行保荐制度的其他证券的，应当聘请具有保荐资格的机构担任保荐人”。二是增加相关人员诚信义务和法律责任的规定。新《证券法》规定上市公司的董事、监事、高级管理人员、保荐人、控股股东及实际控制人等应遵守诚信原则，有过错的应承担连带责任。三是增加预先披露制度，加强社会监督。第 21 条规定“发行人申请首次公开发行股票的，在提交申请文件后，应当按照国务院证券监督管理机构的规定预先披露有关申请文件”。

新《证券法》的上述内容进一步强化了上市公司高管人员及相关保荐人员依法经营和运作的责任，有助于提高市场行为的规范化程度，进一步保障了投资者进行证券交易的公平、公正性和对上市公司的知情权。

（3）完善对证券公司的监控

新《证券法》对证券公司的监管体现在：一是加强内控制度，保证客户资产安全。第 136 条规定“证券公司应当建立健全内控制度，采取有效隔离措施，防

范公司与客户之间、不同客户之间的利益冲突”；第 139 条规定“证券公司客户的交易结算资金应当存放在商业银行，以每个客户的名义单独立户管理”，这就明确了投资者的交易资金要由商业银行存管，任何单位和个人都不得挪用客户的证券和资金。二是规定了高级管理人任职资格。第 131 条规定“董事、监事、高级管理人员应当在任职前取得国务院证券监督管理机构核准的任职资格”。三是设立了主要股东资格要求。第 124 条规定“设立证券公司，主要股东应具有持续盈利能力，信誉良好”。四是补充及完善对证券公司的监管措施。新《证券法》完善了国务院证券监督管理机构的监管权力，增加了监管手段，从而有利于更好地保护公众投资者权益。

（4）建立对投资者的损害赔偿制度

新《证券法》确立了投资者损害赔偿制度，填补长久以来立法上的空白。新《证券法》规定发行人、上市公司的信息披露资料有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，致使投资者在证券交易中遭受损失的，发行人、上市公司应当承担赔偿责任；因内幕交易、操纵证券市场、欺诈客户行为给投资者造成损失的，行为人应当依法承担赔偿责任；投资咨询机构及其从业人员从事证券服务业务买卖本咨询机构提供服务的上市公司股票等行为，给投资者造成损失的，依法承担赔偿责任等。

上述新规定为投资者提供了法律救济的制度支持，有助于投资者避免因证券市场上存在的非法行为而蒙受损失。

（5）制定证券投资咨询业虚假信息归责制度

新《证券法》针对目前证券投资咨询业比较混乱、故意发布虚假信息、操纵股市、误导投资者的现象，明确了证券服务中介机构从事证券业务工作职责和法律责任。第 173 条规定“证券服务机构制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给他人造成损失的，应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任”。

新《证券法》是在证券市场进入新的发展阶段保护证券投资者权益的根本性保障，它对于改变中小投资者的弱势地位，增强投资者信心，促进证券市场的长期健康发展具有深远的历史意义。

4.2 组织模式和监管模式的比较

随着浮动佣金制的采纳，中国资本市场上的竞争日趋激烈，导致证券公司的盈利能力不断下降，许多证券公司出现了危机。先前我国均是通过行政模式处理处于危机中的证券公司，这种模式实际上是以国库为后盾的国家直接救助，容易引发国家救助的道德风险。上市公司股权分置改革启动以来，股市交易价格和交易量在整体上呈下跌趋势，市场环境进一步恶化，严重影响了投资者的信心。为了避免部分证券公司在发生危机时导致投资者对市场失去信心，并引发进一步的市场动荡和危机，建立证券投资者保护基金成为急需解决的问题。为此，2005年10月27日修订通过的《中华人民共和国证券法》(以下简称证券法)第134条规定：国家设立证券投资者保护基金。证券投资者保护基金由证券公司缴纳的资金及其他依法筹集的资金组成，其筹集、管理和使用的具体办法由国务院规定。”在此之前，中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)、财政部和中国人民银行拟订了《证券投资者保护基金管理办法》(以下简称办法)，依此《办法》设立的负责基金的筹集、管理和使用的中国证券投资者保护基金有限责任公司也在2005年9月29日挂)挂牌成立了。但依据《证券法》的规定，基金的筹集、管理和使用的具体办法由国务院规定，因此，国务院有可能在二部委拟订的《办法》基础上出台具体的规定。

世界各个国家(地区)的投资者保护基金都成立了专门的机构负责基金的运作与赔偿事务，这样既可以更有效地发挥保护投资者的作用，也便于投资者保护基金开展投资者教育、咨询、仲裁等其他有效保护投资者的活动，以及加强对证券经营机构的风险监控。为了有效地筹集、管理和使用基金，首要问题是解决基金运作模式。首先看国外重要国家和地区投资者保护基金的组织形式与运作模式。

表 3：重要国家和地区投资者保护基金的组织模式^⑤

国家或地区	运作机构	组织形式与运作模式
美国	证券交易委员会 (SEC)	SIPC 有一个 7 人组成的董事会负责公司的政策制定及运作管理，其中 5 名由总统提名并由参议院通过任命，且 5 人中 3 人为证券业代表，2 人为公众代表。7 名董事中的另外 2 人分别由财政部和联储任命。SIPC 董事会主席和副主席由总统任命，但必须是公众代表
英国	金融服务局 (FSA)	FSA 组建了金融服务赔偿计划有限责任公司(FSCS)负责管理该赔偿计划。管理者由金融服务部任命。分 3 个委员会，分别是存管、保险、投资及信贷业委员会；另设审计委员会和财务行政委员会
德国	联邦银行	
爱尔兰	金融服务局	设立了投资者赔偿有限责任公司(ICCL)，主席、副主席由金融服务局任命。其他誉理者由财政大臣任命；三个股东：中央银行、金融服务部、交易所和投资管理人协会
日本	证券经济商协会 (JSDA)	内阁总理大臣及财务大臣可以对基金进行监管；基金董事会设理事长 1 人，理事两人以上，监事 1 人以上。董事的任免须经内阁总理大臣、财务大臣的认可。基金的业务由理事长及理事过半数决定
印度	印度储备银行和印度证券交易所共同监管	管理者来自印度储备银行、印度证券交易所、投资者教育保护领域专家
欧盟	由各国自行决定	
加拿大	多伦多股票交易所、蒙特利尔交易所、加拿大风险交易所和加拿大投资经纪商协会共同监管	附属于加拿大自律监管组织
香港	香港证监会	是香港证监会的全资附属公司；投资者赔偿有限公司的管理由其董事局负责。董事由香港证监会委任，包括证监会代表、香港交易及结算有限公司代表、证券及期货业界专业人士、律师及代表公众利益的人士
澳大利亚	证券交易所	附属于交易所，是证券交易所的独资公司，管理者全来自交易所，但运作独立
台湾	证券暨期货管理委员会 (证期会)	证券投资人及期货交易人保护中心；设有董事会和监事会；管理运作由调处委员会和总经理负责，对董事会负责；法律服务处和管理处对总经理负责，管理处负责基金的保管和运用，法律服务处受理申诉、咨询、调处、仲裁、集团诉讼

根据独立程度的不同，国外证券投资者保护基金大体可以分为两种运作模式：独立模式和附属模式。前者是成立独立的投资者保护基金或公司，由其具体负责投资者保护基金的日常运作，目前美国、英国、德国等国家采用的是这一模式。附属模式则由证券交易所或证券业协会等自律性组织发起设立基金，并由其来负责具体运作，实行这一模式的有加拿大、澳大利亚以及我国香港特别行政区等。证券投资者保护基金独立运作程度的不同，都有其合理的理论解释，独立模式更多地反映了证券投资者保护基金的公共性，附属模式则突出了会员制自下而上。独立程度在一定程度上反映了一国的证券管理体制和历史传统，自然也不能

^⑤刘洁，海外投资者保护基金制度及借鉴，《证券市场导报》，2005年8月。

局限于模式本身评价孰优孰劣。但不论是独立模式还是附属模式，都要以有利于发挥证券投资者保护基金的作用为基准，都要在运作中保持其应有的独立性。相比之下，美国由投资者保护公司(SIPC)独立运作投资者保护基金的独立模式，更值得我们借鉴。SIPC 专门负责投资者补偿基金的日常运作，其董事由政府委派，7 名董事会成员全部来自则政部、美联储和民间，没有证券交易委员会的代表；SIPC 依照法律规定自主决定是否动用以及如何使用保护基金；证券交易委员会只是监督 SIPC 的运作，不能直接干预公司的具体运作，同时为 SIPC 向财政申请贷款提供支持。

关于投资者保护基金的组织形式和运作模式因各国而不同。可以说，各国建立的投资者保护计划和基金运作模式均是市场化的应对市场风险的制度安排。在我国金融市场改革和证券公司分类监管、重组的趋势下，借鉴了国外的经验。我国证券投资者保护基金是指按照《证券投资者保护基金管理办法》筹集形成的、在防范和处置证券公司风险中用于保护证券投资者利益的资金。在组织形式上，采用国有独资形式，由中国证券投资者保护基金有限责任公司负责基金的筹集、管理和使用^⑥。

国际上通行的证券投资者保护基金的运作模式是这样的：证券投资者保护基金通过各种途径筹措资金，当证券市场上的证券公司发生破产或无力偿付投资者资金的情况时，证券投资者保护基金参与托管、清算证券公司并对受损投资者给予赔偿，从而降低证券市场系统风险，稳定投资者信心。中国证券投资者保护基金公司的运作模式是典型的独立模式，保护基金公司独立运作，并受证监会、财政部、中国人民银行等监管部门的监督和管理。保护基金公司的筹资方式、赔偿机制等等也与世界其他采用独立模式的国家并无二致，尤其与美国证券投资者保护公司(SIPC)的做法基本相同。

目前，我国在证券投资者保护基金管理主体方面属于独立于证券监管机构的组织管理。《办法》第 2 条规定：证券投资者保护基金(以下简称基金)是指按照本办法筹集形成的、在防范和处置证券公司风险中用于保护证券投资者利益的资金。设立国有独资的中国证券投资者保护基金有限责任公司(以下简称基金公司)，负责基金的筹集、管理和使用。第 6 条规定：基金公司依据国家有关法律、法规及本办法独立运作，基金公司董事会对基金的合规使用及安全负责。我国在

^⑥赵全厚、杨元杰，对我国建立证券投资者保护基金几个问题的认识《中国金融》，2005 年第 10 期。

基金管理组织与证券监管机构之间的关系方面属于事前、直接控制模式。《办法》第 9 条规定：基金公司设立董事会。董事会由 9 名董事组成，董事长由证监会推荐，报国务院批准。第 5 条规定：基金按照取之于市场、用之于市场的原则筹集。基金的筹集方式、标准，由中国证券监督管理委员会协商财政部、中国人民银行决定。

在直接监管基金管理组织的机构方面，我国是多头管理，证监会、财政部和中国人民银行都可以对其进行直接监管。《办法》第 21 条规定：“基金公司日常运营费用按照国家有关规定列支，具体范围、标准及预决算等由基金公司董事会制定，报财政部审批。”第 22 条规定：“证监会负责基金公司的业务监管，监督基金的筹集、管理与使用。财政部负责基金公司的国有资产管理与财务监督。中国人民银行负责对基金公司向其借用再贷款资金的合规使用情况进行检查监督。”第 23 条规定：“基金公司应建立科学的业绩考评制度，并将考核结果定期报送证监会、财政部和中国人民银行。”第 24 条规定：基金公司应建立信息报告制度，编制基金筹集、管理、使用的月报、季报信息，报送证监会、财政部和中国人民银行。基金公司每年应向财政部专题报告财务收支及预、决算执行情况，接受财政部的监督检查。基金公司每年应向中国人民银行专题报告再贷款资金的使用情况，接受中国人民银行的监督检查。

对于投资者保护基金的监管，不同的国家有不同的特点，总体来看主要有四种类型：

（1）国家证券监管当局认可并监管

如美国的 SIPC 受 SEC 的监管；英国的 ICS 和 FSCS 受 FSA 监管；香港新的单一赔偿基金由投资者赔偿公司运作，由证监会认可并监管；德国有联邦银行进行监管，爱尔兰有金融服务局监管。

（2）自律组织的行业协会监管

如日本的证券投资者保护基金就由日本证券经纪商协会（JSDA）监管，并在 JSDA 下设立“投资者保护基金筹备办公室”（Investor Protection Fund Preparatory Office），

（3）证券交易所运作并监管

如澳大利亚的挂假担保基金（NGF）由澳大利亚证券交易所独资公司——证券交易担保公司（SEGC）运作；联交所在 2002 年以前的赔偿基金，由联交所赔

偿基金委员会运作。

（4）行业协会和交易所共同监管

如加拿大投资者保护基金（CIPF）由多伦多股票交易所、蒙特利尔交易所、加拿大风险交易所和加拿大投资经纪商协会共同设立并监管。印度主要由印度储备银行和印度证券交易所共同监管。

目前我国已经正式实施的保险保障基金制度采取了比例救济限额与绝对救济限额相结合的救济方式，在管理方面采用了保险保障基金理事会管理的方式，资金运用以安全行为为首要原则，并对资金运用范围进行了较为严格的限制。在监督方面，证监会负责基金公司的业务监管，监督基金的筹集、管理与使用。财政部负责基金公司的国有资产管理和财务监督。中国人民银行负责对基金公司借用再贷款资金的合规使用情况进行检查监督。

以美国 SIPC 为例，证券投资者保护机构的基本要素为：

（1）在组织形式方面，该公司不属于政府机构，而是非赢利性会员组织，但公司的解散需要国会相关立法通过。

（2）在公司权利方面，SIPC 除享有哥伦比亚特区公司法规定的非赢利公司的一切权利外，还享有提起诉讼和被提起诉讼的权利；采用、变更和使用一种公司印章的权利；由公司董事会制定、修订和废除一些必要和适当的规则的权利；采纳、修订和废止一些必要和适当的规则的权利；执行操作和执行其他法案赋予的权利；租赁、购买和接受馈赠、捐赠或其他来源的财产，拥有、持有、改善、使用或处置，以及出售、转让、抵押典当、交换甚至处理任何财产、不动产的权利。

（3）在与监管机构的关系方面，SIPC 受美国证券交易委员会 SEC 的监督，SIPC 所建议的规章制度和规则变化都需要得到 SEC 的首肯，而且 SEC 有权要求 SIPC 采纳、修订或废除 SIPC 的任何规章制度或规则。

（4）在日常运作政策管理方面，SIPC 建立了 7 人董事会，其中两位董事分别由美国财政部长以及联邦储备委员会指派，另外 5 位董事经参议院批准由美国总统委任；在这 5 位董事中，3 位来自证券业，2 位来自社会公众。

我国证券投资者保护基金公司设立董事会。董事会由九名专职董事组成。董事会设董事长一人，副董事长二人，独立董事一人，其余为执行董事。董事长为公司法定代表人，由证监会推荐，报国务院批准，副董事长分别由财政部、中国

人民银行推荐。董事每届任期三年，可连选连任。

4.3 会员组成及资金来源的比较

国际上，投资者保护基金一般都会强制要求有关经营机构成为基金的会员，定期缴纳会费，作为投资者保护基金的经常性资金来源，如下表所示。

表 4：部分国家和地区投资者保护基金的会员组成和资金来源情况

国家或地区	会员组成	资金来源
加拿大	自律组织(SROs)的会员，自愿加入	1.会员按总收入的一定比例上缴会费，比例并不固定。历年的会费费率均不超过会员总收入的1%；2003年收入为88.8402亿美元.占总收入的8.20%； 2.会员缴纳的风险保险费用； 3.自律监管组织每年利息收入的捐赚；2003年收入为22.2175亿美元。占总收入的2.05%； 4.投资收益：2003年收入为9727968美元，占总收入的89.75%； 5.由两家加拿大特许银行提供的共计1亿美元的借款额度
美国	所有符合美国《证券交易法(1934)》第15(b)条的证券经纪商和自营商。截至2003年底。SIPC共有6466家会员	1.启动资金：成立之初由美国国会批了3100万美元的特别准备基金作为SIPC的发起资金； 2.会员会费：实行浮动费率。根据上一年度的财政状况和赔付情况以及会员的净收入制定，一般介于0.5—1%之间； 3.银行周转信贷额度10亿美元； 4.投资收益； 5.特殊情况下SEC向财政部申请额度高达10亿美元的借款，转借SPIC
香港	所有持牌的中介人及认可金融机构。包括交易所参与者及非交易所参与者	投资者赔偿基金对每宗证券市场交易按金额的0.002%征费，对每张期货合约按0.5元及每张小型期货合约按0.1元征费
英国	开展法律规定投资业务的所有公司	1.会员年度会费：对存管收取不超过存管额的0.3%；对保险收取不超过险费收入的0.8%；对投资每年总计征收不超过4亿英镑；对信贷业务收取不超过收入的0.8%； 2.FSCS有权根据需要每年多次收取会费
澳大利亚	澳大利亚交易所的市场参与者	资金来自于“国家担保基金”(NGF)，截至2004年6月30日，NGF的资产价值约为1.644亿美元
欧盟	所有提供投资服务的投资公司和信贷机构	欧盟的投资者赔偿计划指引并没有具体规定各国如何为赔偿计划筹集资金，但有以下原则：(1)投资者赔偿计划的成本必须由投资公司自己来负担；(2)赔偿计划的融资能力应和其承担的业务相称；(3)不能有损金融体系的稳定性
德国	从事投资、经纪、资产管理、自营和承销等业务的非存款信用机构，包括证券交易银行(securities trading bank)、金融服务机构和投资公司；法律强制性加入	两种筹资方式：(1)根据会员所管理的资金的一定比例缴纳一次性会费； (2)每年根据总利润.按所属不同类别不同比例缴纳年度会费； (3)当基金不够赔偿时，可以向成员征收特别费用
爱尔兰	(1)基金A的会员为信贷机构、业务不受限制的投资公司、证券经纪商； (2)基金B的会员为业务受到限制的投资公司、提供投资服务的保险中介人	基金A征收固定和浮动的年度会费。其金额按照会员拥有合格客户数而定；基金B只对会员机构征收固定的年度会费。其金额根据其业务类型而定；对基金A和基金B来说，当出现资金短缺时，ICCL在获得监管部门同意后，均可以借款或者筹资

日本	证券公司（包括外国证券公司日本的分公司）	资金由会员证券公司的负担金及借款构成。 负担金额由定额负担金额及定比负担金额构成，定比负担金额是由各会员的营业收入及登记在册的从业人员数里乘以各自的负担比例计算出的合计金额； 借款是指包括日本银行借款在内的公共资金及金融机构（含证券公司）的借款。对于该借款，在国会表决通过的金额范围内，政府对该债务提供担保。目前基金可借贷的资金额度为 800 亿日元
印度	自愿加入，但机构必须成立 2 年后才有资格申请会员	会员会费、投资收益、捐赠。会员需承担投资者保护项目(包括研究活动)
台湾	成立之初由台清证券交易所、台北市证证券公司同业公会、复华证券金融公司、台湾证集保公司、台湾证暨期货市场发展基金会、高雄市证证券公司同业公会等共 10 家相关证券机构组成	发起资金：10 家相关证券机构出资 10.3 亿新台币建立： (1)台湾证券交易所股份有限公司 4 亿元，(2)台北市证证券公司同业公会、复华证券金融股票有限公司各 3 亿元， (3)台淹证券集中保管股份有限公司，千万元，(4)证基会、财团法人证券柜台买卖中心各 500 万元，(5)安泰证券、富邦证券、环华证券各 300 万元，(6)高雄市证证券公司同业公会 100 万元； 证证券公司、期货商、证券交易所、期货交易所及柜台买卖中心等机构每月提拨一定比率或金额的款项给投资人保护中心作为后续资金来源

国际上，投资者保护基金一般都会强制要求有关经营机构成为基金会员，定期交纳会费，作为投资者保护基金的经常性资金来源。此外，各国还根据本国的情况规定了其他方式的资金来源，总体来看有以下几种：

（1）会员缴纳的会费

这是最主要的一种资金筹集方式，绝大多数投资者赔偿计划均向会员收取费用。具体而言，它包括以下几种形式：

一次性会费。证券公司在加入投资者赔偿计划时，通常要缴纳一笔一次性的会费。

年度会费。绝大多数投资者赔偿计划均要求会员缴纳年度费用，可以分为固定年费和浮动年费两种基本形式。

临时性追加会费。在需要时，大多数投资者赔偿计划均有权向会员机构征收临时性的追加会费。

如美国的《证券投资者一保护法案》强制性要求所有符合美国《1934 年证券交易法》第 15 (b)条、依法注册的证券经纪商、自营商、全国性证券交易所的会员成为 SIPC 的会员，并按照经营毛利的 5%交纳会费，以建立投资者一保护基金。加拿大投资者一保护基金(CIPF)的资金，则主要来源于自律组织会员的缴费及其投资收益。其保护基金每年收缴的费用比率以不超过全部成员单位总收入的 1%为限，每个季度基金管理委员会对会员应缴费比率进行评估，以确定每个成员单位缴费比例是否适当。

各国投资者赔偿计划采用了不同的方法来确定会费的征收标准，其基本的原则是权利与义务匹配。一般采用以下几种方法来确定会费：

第一，以会员机构的资产规模为基准。这也分为两种情况：绝对资产规模和相对资产规模。绝对资产规模指的是会费根据会员机构持有的资产绝对量计算会员机构应该负担的份额。例如，西班牙投资者赔偿计划的会员需要承担年度会费和资金短缺情况下的额外会费，具体金额由基金管理者决定，其标准是会员机构持有货币和证券的价值以及客户的数目。法国、瑞典、冰岛等国均以这一方法为主。相对资产规模指的是根据会员机构持有资产规模占有所有会员机构资产规模的比例来确定其应该负担的基金份额。例如，葡萄牙投资者赔偿计划规定，每个会员的会费根据其客户现金和证券总额占整个赔偿计划所覆盖的现金和证券总额的比例予以确认。再如，丹麦存款人和投资者担保基金分别给所覆盖的信贷机构、抵押贷款机构和证券经纪人制订了一个被认为足以支付赔偿的总金额，然后根据会员的市场份额进行分配，每年进行调整。

第二，以会员机构的客户数目为基准。例如，爱尔兰投资者赔偿有限责任公司管理的基金法规定，会员机构必须缴纳固定年费和浮动年费，其金额按照会员拥有的合格客户数目而定。

第三，以会员机构的利润额为基准。例如，意大利投资者赔偿计划规定，对会员机构征收固定和浮动的年度会费，其中浮动年费的金额标准由基金的管理公司决定，依据会员赚取利润，也考虑基金收到的索赔数量而定。

第四，以会员机构的雇员人数为基准。例如，冰岛投资者赔偿计划就采用这一标准为补充，根据会员机构持有的现金和证券以及雇员人数来征收会费。

第五，根据会员机构所属不同类别予以区别对待。德国财政部在 1999 年颁布的《关于贷款重组公司中证券公司赔偿计划份额的管理规定》对于证券公司在投资者赔偿计划中应该负担的份额作了明确的规定。它要求按机构的经营范围来确定份额缴纳的比例，具体规定如下：被允许占用客户资金或股票的机构，年份额比例为 1%；当机构还可以从事自营或经纪业务时，年份额比例为 3%；当机构不能占用客户的资金或股票时，年份额比例为 0.3%；最低年份额为 200 欧元。年份额的计算基数通常以证券公司最近会计年度报表中的佣金和交易的总收益为准。如果最近会计年度报表没有出来，赔偿计划则在估计该机构的业务规模、结构以及同类机构缴纳情况的基础上得到预期的年份额，再乘以 1.15 倍，作为

预缴额。如果是赔偿计划的新会员，份额基数的确定则取决于该机构第一个会计年度的预计损益。

第六，根据会员机构的经营管理水平和风险水平予以区别对待。例如，希腊雅典股票交易所会员担保基金规定，会员的会费根据一个公式来决定，这一公式考虑了会员的风险度，包括资本金规模和由担保基金衡量的会员自我保护水平（即成员的内控、管理和外部联系）。法国投资者赔偿计划也根据会员公司财务状况的稳健性和成本情况来进行调整会员承担的会费标准。

挪威较为特殊，其投资者赔偿基金的会员机构可以在加入基金的协议中协议确定应缴纳的会费。

（2）所筹集资金的投资收益

各国投资者赔偿计划都非常重视管理资金的投资收益，投资收益构成了赔偿基金重要的收入来源，在某些国家还成为最主要的收入来源。例如，澳大利亚赔偿资金来自于“国家担保基金”。1987年，澳大利亚的6家州属证券交易所合并为全国性的澳大利亚证券交易所，与此同时，这些州属证券交易所的担保基金也合并为国家担保基金。国家担保基金资产的增加主要得益于其投资的收益。另外，市场参与者组织成员根据《公司法》7.8节存放于澳大利亚证券交易所由其投资的收益，也是国家担保基金资产增加的来源之一，此部分信托存款一般投资于短期证券。受其投资对象所限，利率波动会对国家担保基金的收益造成影响，这些收入是免收入税的。在1987年建立国家担保基金时，其资产规模为6040万澳元。此后，由于投资收益的增加，其资产价值翻了一番多。截至2000年12月31日，国家担保基金的资产价值约为1.58亿澳元；美国证券投资者保护公司2003年投资收益占总收入的98.33%；加拿大投资者保护基金2003年投资收益占总收入的89.76%。

（3）借款

绝大多数的赔偿计划都规定赔偿基金有权向政府、银行或者其他金融机构借款，并用将来会员缴纳的会费来偿还。有些国家（地区）的赔偿基金可以自行借款，有些国家（地区）规定借款必须得到监管部门的同意，有些国家（地区）的赔偿基金借款时只需要通知监管部门即可。在一些国家（地区），投资者赔偿计划在需要时还可以向平行的存款担保基金借款。以美国为例，证券投资者保护公司的基金由会员摊派而来，这些资金被用以投资美国政府债券，其利息也作为基

金的一部分。作为赔偿基金的补充，证券投资者保护公司还从银行财团获得了一种周转信贷额度。除此之外，如果有必要，证券交易委员会(SEC)有权向美国财政部申请额度高达 10 亿美元的借款，然后再出借给证券投资者保护公司，用以急需。

(4) 罚金

投资者赔偿计划通常有权对违规的会员机构处以罚金，罚金所得归入赔偿基金。例如，法国投资者赔偿计划就规定，违规的投资公司将向基金支付罚金，罚金归入赔偿基金之中；英国的投资者赔偿计划，其收入的一个来源就是对会员违规行为的罚金。

(5) 官方拨款

少数国家（地区）的政府给投资者赔偿计划提供了少量的初期融资，例如荷兰投资者赔偿计划成立时，就是由荷兰金融监管部门提供了初期资金；美国的证券投资者保护公司成立时，美国国会批了 3100 万美元的特别准备金作为 SIPC 的发起资金，另外，美国财政部和美联储都分别对 SIPC 给予了 10 亿美元的信用额度，不过这两笔钱从未被动用过。

(6) 其他方式

投资者赔偿基金的资金筹集还有许多其他方式，例如香港联交所赔偿基金的资金来源于交易所会员，会员须就其拥有的每份交易权在香港交易所存放现金 5 万港元，香港交易所专门设立一个“赔偿基金储备账户”，以处理一切有关赔偿基金的收支款项。2001 年 3 月香港证监会公布的《建议的新投资者赔偿安排》对未来独立投资者赔偿基金的资金筹集建议如下：“投资者赔偿公司初期的经费会来自从现有赔偿基金转移的资产；但现有的赔偿基金亦会预留足够的款项，以清缴未偿还债务。我们认为应该将新赔偿基金的资产累积至超过现时的赔偿基金转移过来的资产的水平。为了向买卖香港证券及期货产品的投资者提供合理的保障，证监会认为新的赔偿基金应该尽快累积储备至 10 亿元的水平。要达到这个目的，有效的方法是将现时对联交所的交易征收的交易征费由 0.01% 增加到 0.012%，以及规定证监会须将额外的征费存入现有的联交所赔偿基金，以便当新基金成立时，可以将有关款项转拨予该基金。我们仍然需要其他形式的经费来源，以应付灾难性损失。本会建议新基金应继续维持现时对在期交所执行的合约每边征收 0.5 元征费的做法。”

“台湾证券投资人保护基金”由台湾证券交易所、台北市证证券公司同业公会、复华证券金融公司、台湾证券集保公司、台湾证券暨期货市场发展基金会、高雄市证证券公司同业公会等 10 家相关证券机构分别缴纳资金组成。“证券投资人保护基金”的总额为 10.3 亿新台币。

加拿大投资者保护基金(CIPF)还从自律监管组织获得其每年利息收入的捐赠。有些国家(地区)的投资者赔偿计划规定会员机构可以只缴纳一半现金,另外一半以保险的形式提供。还有一些国家只要求会员作出承担费用的承诺,在实际发生赔偿时才实际缴纳资金。例如,奥地利投资者赔偿计划规定,只有在发生实际的对投资者违约事件后才征收费用。

从我国现在的情况来看,已经明确的是,目前投资者保护基金的主要来源是在公开发行股票、可转债等证券时冻结申购资金产生的利息、基础货币以及财政资金。具体由以下几部分组成:

第一,上海、深圳证券交易所在风险基金分别达到规定的上限后,交易经手费的 20% 纳入基金;

第二,所有在中国境内注册的证券公司,按其营业收入的 0.5—5% 缴纳基金;经营管理、运作水平较差、风险较高的证券公司的具体缴纳比例由基金公司根据证券公司风险状况确定后,报经证监会批准,并按年进行调整。证券公司缴纳的基金在其营业成本中列支。

第三,发行股票、可转债等证券时,申购冻结资金的利息收入;

第四,依法向有关责任方追偿所得和从证券公司破产清算中受偿收入;

第五,国内外机构、组织及个人的捐赠;

第六,其他合法收入。

4.4 赔偿机制比较

证券投资者保护主要通过对投资者的赔偿来实现的。由于目前情况不同,各国保护基金赔偿机制在具体赔偿环节上也存在一定的差异,具体见下表。

表 5：部分国家或地区投资者保护基金的赔偿机制之赔偿限额及申诉时限

国家或地区	赔偿限额及申诉时限
加拿大	最高赔偿 100 万加元。
美国	50 万美元，其中现金赔偿最多 10 万美元。 法庭时限：通常是公告后 60 日内。但有时是 30 日内； 联邦法时限：在公告后 60 日后，但没有超过 6 个月，可以当作延时处理，但赔偿可能受到一定限制。
香港	每项索赔总额最高 800 万港元；每名投资者在其实际损失与 15 万元之间取较低者，也可能超过 15 万元。 时限：如有邀请通知，时限为 3 个月。否则为 6 个月。
英国	限额(1)投资：30000 英镑金额内，100% 赔付；然后赔付另外 20000 英镑的 90%；总额最多赔偿 48000 英镑； (2)存管：2000 英镑内赔付 100% 其余赔付 90%，最多 31700 英镑。 无时限
澳大利亚	无最高限额，但要求剩余资产达到认定的维持基金运转的水平(目前是 8000 万美元)。 时限：自知晓后 6 个月内。
欧盟	欧盟内部统一的最低赔偿标准为 20000 欧元，同时授权各成员国可以根据自己的意愿提供更高水平的赔偿。成员国可以将实际赔偿额限定为投资者索赔额的一定比例，但当赔偿额低于 20000 欧元时，赔偿比例不低于 90%。
德国	赔偿 90%，最多 20000 欧元； 时限：自损失事件宣布 5 年内。
爱尔兰	赔偿 90%，最高赔偿额为 20000 欧元。
日本	上限为 1000 万日元。
印度	对每个索赔案的赔偿不超过基金总预算的 5%；并且不超过该项索赔案总支出的 80%。
台湾	对每个投资者的赔偿限额为 100 万元新台币；对每家证券经纪商所有投资者的赔偿金额，每次限额为 1 亿元新台币；若该证券经纪商全体投资者的赔偿总额超过上限，则由全体投资者根据未受偿的债权比率进行分配。

4.4.1 赔偿对象

赔偿对象通常只限定基金破产清算会员的部分合格客户。投资者是作为基金会员的证券公司合格的客户，是基金进行补偿的前提条件。为此，各国都采取审慎的态度来判断投资者的身份。例如，在美国“客户”在某种意义上被当作一个法定的专业术语使用。根据 SIPA 第 16 (2) 条规定“客户”是指：任何人(包括债务人以本人或代理人身份与之交易的任何人)其对债务人在日常经营中从其证券账户中或为其证券账户而收到、取得或持有的证券——这些证券由债务人保管，用于出售、质押或执行交易——具有请求权。“客户”包括任何对债务人具有源自这些证券的出售或转换的请求权的人，或者任何为购买证券而在债务人处存放现金的人，但不包括这些人，其对现金或证券的请求权，根据合同、协议、谅解或法律规定，是债务人资本的一部分，或者落后于债务人的任何或所有债权人的请求权。这一定义表明，立法者要保护的是基于交易和投资目的将现金或证券托管给证券公司的人，也即那些与证券公司存在传统意义上信义义务(fiduciary duty) 关系的投资者，而排除出于其他目的(如帮助充实净资本的出资人或贷款人

等) 将现金或证券借给证券公司的人。

但并非只要符合“客户”身份,就必然受到基金补偿,否则容易诱发证券公司和投资者的道德风险。海外基金通过进一步限定可获补偿的客户范围予以克服^⑦:一是,通常限定基金的补偿对象为中小投资者,而非机构投资者。这是因为前者比后者在投资经验、承担风险和自我保护能力上逊色许多,居于弱势地位,一旦遭受损失,更容易发生恐慌并动摇投资信心。启用基金对他们进行补偿,能以相对较小的成本消除金融恐慌,恢复市场秩序,最有效果地发挥基金功能。从限定方式看,主要有两种:一种是明文排除机构投资者的求偿,将基金定位在保障散户投资者的利益上。例如,香港《证券及期货(投资者赔偿—申索)规则》第2条规定:(1)持牌法人;(2)认可金融机构;(3)认可交易所、认可控制人或认可结算所;(4)获认可的自动化交易服务提供者;(5)获授权的保险人;(6)获认可集体投资计划的经理人或经办人;(7)身为法团的违责中介人的雇员或相联者;(8)特区政府或海外政府;(9)上述法团的受托人或保管人。这九类主体不属于可向投资者赔偿基金提出申诉的投资者。另一种是虽不直接规定补偿对象为中小投资者,但通过限定基金补偿金额,体现保护中小投资者的价值取向。例如,日本基金的客户范围虽不区分个人和机构,但规定最高偿付金额为1000万日元,以建立对一般小额投资者的保护制度。

二是,通常排除一些符合客户定义,但有利害关系的投资者。这些人可能比其他投资者掌握更多证券公司的信息或与证券公司存在利害关系,有机会参与公司决策并对公司问题负有责任。如允许基金补偿他们的损失,就会陷入奖励违法行为的悖论,刺激他们更多地从事冒险行为,滋生道德风险。一般这类排除的对象范围包括:(1)证券机构的一般合伙人、董事、监事和高级管理人员,有时也扩展到他们的配偶与亲戚;(2)证券公司的大股东、实际控制人或者关联企业;(3)不为投资者提供投资服务,而只为自身经营需要的证券公司。许多国家的基金都有这方面的规定,例如美国SIPA的第9(a)之(4)、(5)项,日本《证券交易法》第79条之五六第二项等。

查看我国的制度设计《办法》第3条仅简单规定对发生问题的证券公司债权人,按照国家有关政策进行偿付,没有明确界定债权人的范围。这既不方便基

^⑦廖凡,证券客户资产风险法律问题研究[D],北京大学法学院,2005,116;王保树,汤欣等,证券公司退出的法律机制[R],上海证券交易所上证联合研究计划第10期,2003,42.

金的操作,使投资者形成稳定的补偿预期,也容易使基金落入之前政府救助的窠臼,无法突显基金的市场化处置机制定位。回看2004年,指导央行运用再贷款处置问题证券公司的《个人债权及客户证券交易结算资金收购意见》(以下简称《收购意见》),对补偿对象的身份,采取了区别对待的策略:对证券交易结算资金被挪用的经纪业务的客户,不分个人或者机构投资者,一律予以收购;对于包括委托理财和证券被挪用而发生损失的债权,只限于个人债权,排除机构投资者。这种做法契合当前我国以中小散户为主的证券市场状况,具有相当的合理性,可以为《办法》的具体执行所沿用。不过在沿用,应适当参照国外做法,增加对利害关系人的排除规定,并把它和加强对证券公司责任人的追究这一制度建设有机结合起来,这样才能发挥基金效用并保障证券市场的安全。

关于中国证券投资者保护基金的赔偿对象,建议优先考虑沪、深股市的流通股中小股东或基金持有人的利益,可以效仿SIPC机制,将和证券公司倒闭密切相关的股东、董事、经理等过失方排除在受偿对象之外,以降低道德风险。同时,结合我国证券市场“股权分置”的实际情况,在确定证券投资者保护基金的赔偿对象时,还应进行本土化的创新,将非流通股股东全体排除在投资补偿之外。此外,投资者保护基金在赔偿时要明确是保护常规性运营还是非常规性运营,如果因交易商操作失误导致意外,则需要基金赔偿;如果是非常规运营,基金叫以先行赔付,然后并和证券公司打官司。这样就把投资人非交易系统风险和证券公司运行的系统风险分开。同时,还应明确欺诈行为少受保护,如因欺诈行为导致投资者损失的,则要追溯关联当事人的责任,甚至个人财产,这样就不会伤害到证券市场的诚信^⑥。

就赔偿条件而言,只有当会员证券公司发生财务危机或倒闭,并导致投资者的存管证券或交易保证金蒙受损失时,赔偿基金才准予赔偿。因此,各赔偿基金一般把一些不属于赔偿范围的损失排除在外,如:由于错误的投资建议而导致的损失;由于市场价格变动而造成的损失;由于通货膨胀的影响而招致的损失;由于股票发行人破产而使投资者持有的股票缩水所造成的损失;由于其他不可抗力因素而导致的损失。一些国家投资者赔偿计划的赔偿范围比较狭窄,只对金融中介机构破产等退出时给中小投资者造成的损失进行一定的赔偿,如美国;有的国家不仅包括以上的情况,还对由于金融中介机构的过失导致的投资者损失赔偿一

^⑥ 何德旭,刘海虹,陈红,关于构建中国证券投资者保护基金制度的设想,《海南金融》,2005年第10期。

定的比例,比如英国就包括对错误的投资建议或低劣的投资管理而使客户蒙受损失的赔偿。

4.4.2 赔偿范围

为实现证券市场的优胜劣汰,证券投资者保护基金通常只对破产退出证券机构中合格客户的损失进行赔偿,如美国的证券投资者保护基金仅在会员清算的情况下才提供适当赔偿。一般情况下,证券市场价的变动以及通货膨胀等因素造成的损失不在赔偿范围之内。这涉及两个步骤。一为在什么情况下启动基金补偿;二为在启动补偿时,主要补偿合格客户的哪些损失。海外基金通常在证券公司发生财务困难、清盘、关闭或者濒临破产而无法偿付客户资产情况下快速启动补偿程序,这样可以最小化金融风险,并降低补偿支出。例如在美国,SIPA 第 5(a) (3) 条规定,当 SIPC 认定证券公司对客户违约或存有违约危险,且符合下列情形之一时,就可向法院申请客户保护令(protective decree),启动 SIPA 清偿程序:(1) 已资不抵债或无法偿还到期债务;(2)成为未决程序的对象,且已指定接管人、信托人或清算人;(3)违反有关证券公司财务责任或客户证券担保规则;(4)无法证明其遵守了财务责任或担保规则的要求。当证券公司发生问题,那些登记在客户名下,权属清楚的资产可由客户行使取回权,从证券公司中取回;而那些权属不清或被挪用的资产,在证券公司资不抵债时,很可能需要由基金偿还。造成客户损失的原因往往多种多样,基金所补偿的,应是基于经纪关系将资产寄托在证券公司处,在证券公司发生问题时未能得到足额偿付的损失。通常,信用交易下客户足额支付款项的资产也被包括在补偿范围之内。出于证券市场投资者风险自负及与其他证券市场制度协调的考虑,必须排除某些原因造成的损失不予赔偿。

从海外基金的经验来看,主要排除:(1)因市场价格变动发生的客户资产损失;(2)因股票发行人、证券公司或其他市场参与者欺诈客户、内幕交易、操纵市场等违法违规行为造成的客户损失;(3)因证券公司不当的投资建议或管理造成的客户损失;(4)因通货膨胀等宏观经济原因及不可抗力等因素所造成的客户损失。另外,客户必须在基金公告的申报债权期间提出请求,否则除非有正当理由,过期将不予偿付。当然,此种情况下,客户仍可作为债权人参与证券公司清

考察我国《办法》规定,基金将在证券公司被撤销、关闭、破产或被证监会

实行政接管、托管经营等强制性监管措施时启动，或用于国务院批准的其他用途，这既契合当前证券公司处置的情形，可以相对有效地化解金融风险，又保留了一定的制度弹性。但值得注意的是，尽管新《证券法》第 153 条已规定证监会 有权对证券公司采取责令停业整顿、指定其他机构托管、接管或者撤销等监管措施，而新修订的《企业破产法》也将金融机构的破产纳入其中，但具体如何规范化操作以及如何处理证券公司的破产问题，还欠缺细化的法律规范。因此在执行《办法》的过程中，应尽快推进《证券公司监督管理条例》、《金融机构破产条例》的出台，以便衔接处置程序，保护基金公司和投资者的合法权益。

另一方面《办法》虽然规定基金补偿的是客户对证券公司的债权，并要求投资者自行负担因证券市场波动或投资产品价值本身发生变化所导致的损失(第 4 条第 2 款)，但未对所补偿的债权种类和更明确的补偿排除做出限定，这不利于基金落实保护作用。回看《收购意见》，其细分了收购对象的类别，包括客户证券交易结算资金和个人债权，后者进一步细分为：(1)个人储蓄存款；(2)个人持有的金融机构发行的各类债权凭证；(3)委托金融机构运营的财产，即委托财产(包括委托理财和信托) 权属不清或者被挪用的形成对金融机构的个人债权，纳入收购范围；权属清晰，未被挪用的不作为清算财产，不纳入收购范围；(4)个人证券(包括股票、国债和其他债券) 被挪用的形成的对金融机构的债权。并且，个人债权人可选择接受收购或者参加证券公司的最后清算。注意到《办法》第 18 条规定，如要动用基金的，由证监会根据证券公司风险状况制定风险处置方案，基金公司制定基金使用方案，报国务院批准后，由基金公司实施，采取的是一事一议的处理方式。这种规定尽管可能契合目前问题频出而情况复杂的证券公司，但从建立有效的风险处置市场机制来看，却缺乏制度的可预见性和操作的透明度，无益于增强投资者的市场信心。因此，在补偿范围的操作上，应总结《收购办法》的相关规定，并参考国外的补偿例外，制定基本的指导准则。另外，随着 2006 年 8 月 1 日《证券公司融资融券业务试点管理办法》的实施《办法》也应随之补充对信用交易损失的处理。

根据我国证券公司风险频发的现状，目前投资者补偿基金的范围暂限于在证券公司破产时的投资者损失补偿，这是符合国情的，有利于证券市场的稳定。

但是，证券市场中侵占投资者利益的行为多种多样，证券公司挪用客户保证金只是其中的一种重大违法现象。但证券市场的投资者屡屡遭受侵权的不仅于

此，虚假陈述、内幕交易、操纵市场、大股东掏空上市公司等违法现象对投资者的侵占更为严重。投资者在遭遇股价下跌损失的同时，还要经历绵绵无期的诉讼等待和即使胜诉，公司也无力赔偿的“法律白条”。鉴于此，可以考虑在适当的时候拓宽投资者保护基金的赔偿范围，如果把一些市场构成主体的各种违法违规行也纳入到补偿范围，那么在某种程度上将形成一种倒逼机制，即查处各构成主体侵占投资者利益行为的力度及效果将不断升级。风险补偿基金涵盖的范围越全面，其征收的渠道也必将更细化。从造成投资者损失最大的综合因素考虑，上市公司及其内部控制者的违法违规行为的数量占据主导地位，在诚信机制靠市场呼吁的自身力量的作用不明显的时候，其实际效果可能是最有效的^⑨。

因此，投资者补偿还应考虑上市公司违规行为造成投资者的损失。可以规定，上市公司高管从其收入中提取相应的比例，作为高管任职期内的潜在信用风险的保证金，离职审计后没有问题，保证金如数返还；在任职期间如出现侵占上市公司及各股东利益的行为，则视情节轻重予以全额或部分收缴后划入投资者保护基金。同时，还可以将对违规上市公司的罚没收入注入到投资者保护基金中去。

4.4.3 赔偿限额和比例

投资者保护基金的赔偿限额根据各国（地区）情况而定。除了最高限额外，有的国家（地区）还有赔偿比例的限制。

每个国家（地区）都规定了一个赔偿限额，其金额根据各国（地区）情况而定。影响该限额水平的因素包括：本国（地区）经济与金融市场发展水平；合理保护与减少“道德风险”；个人投资者平均投资金额；不影响金融市场的效率和维持一个成本尽可能低的赔偿计划；赔偿基金的负担能力；历史上的赔偿记录等等。

多数国家（地区）在赔偿限额的规定中，除了最高赔偿金额的规定外，还有赔偿比例的限制。例如欧盟《投资者赔偿计划指引》规定，赔偿计划的最高赔偿额至少为每位投资者 20000 欧元，如果实际索赔额小于 20000 欧元，则为索赔额的 90%。大多数成员国规定的每位投资者赔偿上限为 20000 欧元。德国、爱尔兰和芬兰还规定了在索赔额低于 20000 欧元时，有 90% 赔偿额的限制。葡萄牙的限

^⑨张敏聪，对投资者保护基金若干问题的思考，《广西金融研究》，2006 年第 6 期。

额为 25000 欧元，瑞典为 28000 欧元。规定的限额要大大高于《投资者赔偿计划指引》的要求。英国规定的是 73000 欧元，并对低于此金额的赔偿有比例要求；法国的限额是 70000 欧元。就赔偿的最高限额而言，美国为 50 万美元（包括现金+证券），其中现金小于等于 10 万美元）；英国的 ICS 和 FSCS 均规定最高赔偿额不超过 48000 英镑，首次 3 万英镑可以 100% 支付，其后的 2 万只能 90% 支付；欧盟规定对单个个体最高赔偿额不得超过 2 万欧元；香港新赔偿基金规定对单个投资者赔偿额最高不超过 15 万港元。

有的国家（地区）对现金赔偿和证券赔偿的赔偿限额予以区别对待，规定了不同的赔偿标准。例如欧盟的一些成员国就对现金赔偿和证券赔偿规定了不同的赔偿标准。丹麦对现金赔偿规定的限额是 40000 欧元，而对证券赔偿规定的限额是 20000 欧元。比利时和法国对现金和证券赔偿的限额相同，比利时的规定是 20000 欧元，法国对现金赔偿和金融工具赔偿的限额都是 70000 欧元。比利时和法国还规定，在银行倒闭的情况下，现金赔偿限额也包括对储户的赔偿。

不少国家和地区对赔偿限额的规定包括了两个方面：对每个投资者的赔偿限额和对单个会员机构所有客户赔偿的总限额。例如，《台湾投资人保护基金设置及运用办法》规定：“保护基金对每家证券经纪商每一证券投资人一次之补助额，以新台币一百万元为上限。保护基金对每家证券经纪商全体证券投资人一次之补助额总数，以新台币一亿元为上限；该证券经纪商全体证券投资人之补助总额总数超过上限者，由全体证券投资人按其得补助金额比率扣减之。”

香港联交所赔偿基金的做法是：“联交所赔偿基金将可以支付予因交易所参与者有责而提出索偿的所有申索者的总金额限于 800 万元。并规定申索人可以收取其损失的金额或 15 万元（以较低者为准）。同时，亦规定申索人所收到的赔偿额不得低于其在 800 万元限额安排下所能收到的款项。这意味着申索额较大的申索人在收取第一笔 15 万元的赔偿额后，可能会再收取第二笔赔偿款项。”

由于各国（地区）规定的赔偿限额不同，有时候会涉及到不同的标准。对此，欧盟《投资者赔偿计划指引》对于在欧盟内部的跨境提供投资服务的投资者赔偿问题，提出了以下基本原则：如果一家投资公司参加投资者赔偿计划，该计划也应该覆盖其在中国其他欧盟成员国内的分支机构。但指引同时规定了两个例外条款：

(1) “禁止出口条款” (export-ban or export prohibition clause)。至少在转轨期间，母国提供了较高赔偿上限或较广覆盖范围的投资者赔偿计划，在适用于本国

投资公司在其他欧盟成员国分支机构时，应该将相关标准调低到与东道国一致。

(2) “取优条款” (topping-up clause)。当投资公司分支机构东道国的投资者赔偿计划提供了较为优厚的赔偿条件时，这些分支机构有权参加东道国的投资者赔偿计划。各国情况具体见表 2。

就赔偿的最高限额而言，美国为 50 万美元（包括现金+证券），其中现金小于等于 10 万美元）；英国的 ICS 和 FSCS 均规定最高赔偿额不超过 48000 英镑，首次 3 万英镑可以 100% 支付，其后的 2 万只能 90% 支付；欧盟规定对单个个体最高赔偿额不得超过 2 万欧元；香港新赔偿基金规定对单个投资者赔偿额最高不超过 15 万港元。

证券保护基金的赔偿限额或赔偿比例视各国家或地区具体情况而不同。总的说来，影响赔偿限额标准的因素有：历史赔偿记录；道德风险估价；个人投资者平均投资额；基金赔偿的成本控制；赔偿基金的负担能力；国家或地区经济与金融市场发展水平等。

从表中主要国家或地区的赔偿限额或赔偿比例可以看出：

(1) 有的国家没有最高赔偿限额但是对基金规模有要求，如澳大利亚要求保证基金规模至少 8 千万美元，印度规定对每个索赔案的赔偿不超过基金总预算的 5%，并且不超过该项索赔案总支出的 80%；

(2) 有的国家对现金赔偿和证券赔偿的额度予以区别对待，规定了不同的赔偿标准。如美国规定赔偿最高限额是 50 万美元，其中现金最多 10 万美元，其余部分以证券形式赔偿。

(3) 还有的国家或地区区分了对每个投资者和对单个会员机构客户的赔偿限额。如《台湾投资人保护基金设置及运用办法》规定：“保护基金对每家证券经纪商每一证券投资人一次之补助额，以新台币 100 万元为上限。保护基金对每家证券经纪商全体证券投资人一次之补助额总数，以新台币 1 亿元为上限；该证券经纪商全体证券投资人之补助总额总数超过上限者，由全体证券投资人按其得补助金额比率扣减之。”

我国保护基金赔偿机制没有最高限额的规定。根据《个人债权及客户交易结算资金收购意见》被处置证券公司挪用的客户交易结算资金，由保护基金全额弥补；对 10 万元（含 10 万元）人民币以下个人债权，保护基金全额收购，超过 10 万元以上的部分，划分一定区区间，采取折扣逐渐降低的方式，但最低不少

于五折，累计超过 300 万元人民币以上的部分将不与收购；9 折收购；凡是个人以机构名义或机构以个人名义对金融机构形成的债权不纳入收购范围。

4.4.4 赔偿时限

很多国家对赔偿规定了申诉时限，一般为通知后 3~6 个月。比如，美国是 60 日内，超过 60 日但不超过 6 个月的赔偿就有一定限制，超过 6 个月不予受理；香港规定有邀请通知的时限为 3 个月，否则为 6 个月；澳大利亚时限为自知晓后 6 个月内；德国的时限比较长，为从损失事件宣布 5 年内。有赔偿时限可以减少投资者纠纷，从而减少投资者保护基金运作中的困难。

4.4.5 偿付程序

鉴于各国（地区）在实施赔偿计划时，具体承担赔偿的机构不同，因此具体的赔偿程序也不完全雷同。但一般都经过下述过程，每一个步骤都有一个时效限制，按照各国（地区）的实际做法，时效从十几天到一年不等。一般讲，审核赔偿申请的时间长于实施赔偿的时间。

（1）调查

调查指中介机构（赔偿计划的会员机构）的上级管辖（监管）部门对该机构的财务状况进行详细了解，确定其确实处于无法履行对投资者的资金支付义务的状态。但该机构面临倒闭时，监管部门会对其进行清算。此处的上级监管部门以不同国家（地区）有不同情况，有中央银行、司法机关等不同机构承担。

（2）通知有权获得赔偿的投资者

监管机构将通知有权获得赔偿的投资者（通过报纸或信函），并就有关注意事项让客户知悉，包括提出申请的材料准备、提出申请的时效限制等方面。

（3）投资者提出赔偿申请

提出申请时必须准备详细的有关材料，包括破产公司的一切材料、与中介机构的交易事项、以及其他能证明有资格索赔的文件。时间限制一般为 3 个月、五个月、6 个月甚至 1 年。

（4）审核

在收到投资者的赔偿申请后，赔偿计划的实施者将根据有关法律、规章等对

每位投资者的赔偿申请进行审定，判定他们是否符合条件，以决定是否作出赔偿。

（5）确定是否赔偿和赔偿金额

确定是否对申请赔偿的投资者进行赔偿，对审核通过被确认符合赔偿要求的，计算出按规定应予赔偿的金额。

（6）支付赔偿金

一切准备工作完成后，赔偿计划的实施者即可向索赔投资者发放赔偿金额。时间限制一般为3个月。

（7）上诉

如果投资者对赔偿数额或方法不满意，可以向赔偿计划的实施者申请重新裁定，甚至上诉至法庭。

对于投资者赔偿过程中每个环节所需的时间，各国（地区）一般都规定了强制性的时间要求，以便及时地满足投资者的赔偿申请，防止官僚主义作风影响赔偿计划实施机构的工作效率。例如，欧盟《投资者赔偿计划指引》规定：“投资者赔偿计划应该采取适当措施，通知投资者有关其赔偿的监管当局裁决和司法判决，如果应该对其进行赔偿，则应该尽快赔付。赔偿计划应该规定一个投资者提交索赔要求的期限要求，该期限至少为5个月。但不应援用期限已过为理由拒绝投资者提供赔偿。应在投资者索赔的合格性和金额确认后3个月内进行赔偿。”

我国保护基金弥补客户交易结算资金的程序是：按规定对客户交易结算资金加以认定，将应剔除资金扣减后，由中国证券投资者保护基金有限责任公司按照规定的程序划拨资金予以弥补，同时，为保障客户交易结算资金的安全，在弥补时启动交易结算资金第三方存管。个人债权的收购程序是：托管清算机构组织债权登记后，由当地政府甄别确认小组进行甄别，甄别小组将确认甄别结果通知托管清算机构后，由托管清算机构通知债权人并组织实施偿付工作。

4.5 运作情况

4.5.1 赔偿情况与赔偿构成

从美国和澳大利亚投资者保护基金受理申诉的数量来看，在基金成立之初的

4年，受理索赔的数量明显高于后来。这和投资者保护基金成立之时正值大量证券机构破产倒闭的背景以及成立后的投资者心理变化和市场形势变化都有直接关系；另外，这也可能和投资者保护基金成立之初，受理申诉的范围比较宽泛，相对缺乏对赔偿条件明确而细致的规定有关。

4.5.2 投资者保护基金的收支及资金规模

投资者保护基金的收支构成相对简单。以美国为例，支出主要是工资和一些咨询费用。而其收入主要是会费和投资收益，比如2003年其会费仅占总收入的1.67%，而政府证券投资收益占总收入的98.33%，可见证券投资收益是其主要的收入来源。SIPC自1971年成立以来的情况也反映出这一特点，从其1971~2003年的资金来源看，投资于政府证券的收益呈稳定增长态势，近几年开始保持平稳，33年来共为基金贡献11.5亿美元多，占66%，而会员会费收入年度波动比较大，33年来共为基金贡献7.2亿美元多，占39%。很多其他国家的证券投资者保护基金也有这个特点，投资收益占很大比重。

加拿大的投资收益也是最重要的收入来源，投资收益在2002年和2003年分别占到了总收入的90.21%和89.75%。

在基金净值上，从美国、加拿大、澳大利亚和爱尔兰的情况来看，各国基本保持逐年增加的态势，而美国在有些年度净资产出现了负值。美国出现这种情况一方面是因为在一些特殊的市场形态下，中介机构普遍出现了问题，导致赔付大大增加，如1989年赔付支出比收入多出15725美元，1996年赔付支出比收入多出12116美元；另一方面这也和其收费制度及运作机制密切相关。

根据中国证券投资者保护基金2007年5月份统计月报数据显示^⑥，中国证券投资者保护基金累计发放保护基金62.209亿元人民币，其中2006年发放保护基金25.122亿元人民币，截至2007年5月底，本年发放保护基金37.187亿元人民币。如果根据2007年前5个月的保护基金发放规模进行平均估计，2007年需要发放保护基金约为89.2488亿元人民币。这个数字明显大于上述日常运营规模数字，其原因主要在于证券投资者保护基金发放有时滞效应。也就是说，2007年发放的证券投资者保护基金只是前期证券投资者保护基金有限责任公司日常工

^⑥2007年5月份证券投资者保护基金统计月报第4页。

作的结果。

4.5.3 执行效果

美国 SIPC 在 30 多年中处理案件 299 个，支付金额达 51274 万美元。其中，100 万美元以下的赔偿为 227 件，占 75.9%，金额为 4887 万美元，占 9.5%；100 万~1000 万之间的赔偿案件为 64 件，占 21.4%，金额为 20383 万美元，占 39.8%；1000 万以上的赔偿 8 件，占 2.7%，金额为 26,003 万美元，占 50.7%。

英国 ICS 在 1988 年 8 月到 2000 年 3 月，共处理了 1320 起证券公司失败案件，向 16325 个投资者支付了 1.93 亿英镑的资金。

截至 2000 年 11 月，对香港联交所赔偿基金的申索共有 6652 宗，准予赔偿金额达 11.7 亿港元，实际已支付 4.92 亿港元。其中 13 宗涉及经济公司，赔偿额为 3932.4 万港元。

我国 2006 年发放证券投资者保护基金 25.022 亿元，2007 年前 5 个月发放证券投资者保护基金 37.187 亿元，截至目前共发放证券投资者保护基金 62.209 亿元，强有力地促进了资本市场的稳定。其中，客户证券交易结算资金 39.875 亿元，个人债权 22.334 亿元。

这些实例说明，证券投资者赔偿基金对资本市场稳定和发展具有重要意义：

首先，赔偿机制通过市场手段实现对证券投资者的法律救助，已经被成熟市场的经验证明是“花小钱，办大事”的有效举措。

第二，赔偿机制采取类似于让证券公司为投资者“买保险”的方式，分散市场风险，从而切实防范和化解系统风险，有助于实现强化监管目标。

第三，赔偿机制通过发挥金融服务业务“安全网”（Security Net）的功能，有利于维护社会安定。

第四，赔偿机制从制度安排上保护投资者利益，能够增强投资者对证券市场的信心和参与积极性。

第五，赔偿机制有利于对会员证券公司的财务状况进行实时监控，从而发挥配合监管当局和自律组织的监管功能。

第六，赔偿机制还有助于化解或缓和金融危机。例如，香港在 1998 年动用赔偿机制处理证券公司破产案件，对减轻金融危机的冲击发挥了重要作用。

5. 中小投资者群体行为与赔偿实现机制

证券投资者保护基金制度的建立有利于保护中小投资者的权益，但中小投资者的群体特征及其行为会严重影响证券投资者保护基金赔偿实现机制，甚至会削弱赔偿机制的实现，出现道德风险。

由于中小投资者的投资行为和群体特征会影响到中小投资者的投资过程，下面分析中小投资者的投资行为和群体特征，本报告的第6部分会详细分析中小投资者的道德风险问题。

5.1 投资者的投资行为分析

一个股票投资者之所以进入股市，其目的在于获取投资报酬。投资报酬由两部分组成。一是投资的本期收益，也即在投资期内上市公司派给的股息；二是投资的资本所得，即由于股价变动，投资者买卖股票所获得的差价。由于投资报酬由股息和差价两部分构成，因而对股市的投资就引出了三种投资行为：对股市的投资行为、投机行为、赌博行为。

(1) 投资行为分析

这里的投资行为是指投资者购买股票，准备长期持有，以取得定期收益的那种投资行为。投资行为的显著特点是，投资者购买股票的目的，主要是为了获得长期的资本所得，也就是说，他希望定期地获得稳定的股息收入，同时也希望能在较长的时间内通过股票价格的波动来获取差价收益。投资行为的另外一个特点是，投资者购买股票时，一般都选择质量较高的股票进行投资。

(2) 投机行为分析

投机行为是股票市场上一种常见的股票买卖行为。投资者从事股票买卖的目的，与投资行为不同，是希望能在短期内的股价变动中获得差价收益。投机者在买卖股票时，一般不注重对上市公司的经济实力和经营管理等方面的分析。他们进行投机行为的前提是了解或掌握某方面的内幕消息，并据此作出投机决策。因此，从投机行为中作出的股票买卖，其未来的不确定性或未知数是很大的，但投机者愿意承担较大风险，因此投机者往往会在短期内获得预期的收益。当然，一旦失算，其损失也将是惨重的。投机行为的特点与投资行为也迥然不同。投机行

为是期望在短期内获取较大的利润，并愿意承担较大的投机风险。投机与欺诈是不同的。欺诈是不正当的投机行为，通常欺诈被认为是非法的。当然，投机和欺诈也有联系。有些投机者为达到投机的目的，可能施展各种手段，来攫取尽可能大的收益，例如同上市公司或证券公司内部人员串通、撒布谣言等。欺诈不是投机行为的本质。

投机行为虽然有时会造成股价的猛跌狂升，不利于股市的安定。但它也有有利于股市的一面：

1. 投机者敢于承担新股票发行的风险，因而在一定程度推动了新股票的发行工作。

2. 投机者的投机行为本身，由于买卖行为频繁，交易数量巨大，从而活跃了股票市场。否则，离开了一定程度的投机行为，股票市场也不可能发展到今天繁荣的地步。

3. 由于投机者不注重定期的稳定的收入，而是关注股票价格波动带来的利益，所以能在股价下跌时购买，在股价上升时抛售。这对调节股市的供求关系，稳定股票市场，起到了积极的作用。

（3）赌博行为分析

赌博行为是以运气机遇为基础，凭借侥幸心理来买卖股票。这种投资者希望多费些气力，在很短的时间内谋取巨额收益。在股票市场中，赌博行为的特点是，投资者进行股票买卖是在毫无信息资料分析的情况下，或只凭点滴内幕便作出股票交易的大胆决策。赌博行为是盲目冒险的行为，往往只是得到风险，而很难得到预期收益。

股票交易中的投资行为、投机行为和赌博行为三种行为的界限是很难严格区分的，但从以上对三种投资行为的分析中，还是可以找出其差别。这种差别表现为四个“不同”：即股票买卖目的不同；承担的风险程度不同；投资的决策根据不同；持股的时间长短不同。

1. 买卖股票的目的不同。

在股票交易中，采用投资行为的投资者，其投资目的在于获取稳定的股息和长期的资本所得，采用投机行为的投资者，其投资目的是为了在短期内获得资本所得，采用赌博行为的投资者，与采用投机行为的投资者的投资目的一样，只不过前者希望在更短的时间内股价发生更大的暴涨或暴跌，从中获取更大的买卖差

额。

2.承担风险的程度不同。

采用投资行为的投资者，关心的是资本安全，并不期望有很高的收益，因此这种投资者不会投资风险较大的股票，采用投机行为的投资者，则倾向于投资那些能获得较高预期收益的股票，因为他们愿意承担较大的投资风险；而采用赌博行为的投资者，则根本不考虑风险与收益之间的关系，因此他们愿意承担的风险是三种投资行为中最大的。

3.投资决策的依据不同。

采用投资行为的投资者，一般在投资决策前要对上市公司的资料及市场各方面的信息进行认真的分析，并以此作为投资决策时的依据；采用投机行为的投资者，就不如投资行为的投资者那样很注重对上市公司的资料及市场信息的分析，他们往往更依赖于内幕消息；采用赌博行为的投资者，投资的决策则是凭主观臆测和侥幸心理进行盲目的冒险买卖。

4.持股的时间长短不同。

抽样调查表明，一般地采用投资行为的投资者，购买股票后，持股的时间在1年以上；采用投机行为的投资者，买入股票后，持股时间在几个星期到几个月之间；而采用赌博行为的投资者，购入股票后持股时间往往很短，可能几天后就抛售了，因为他们追求的是这期间的价格差额。当然，时间的划分不是区分投资行为、投机行为、赌博行为的根本标志，比如有时持股在1年内也算是短期的投机行为。而且，由于投资者投资动机的多样性和复杂性，投资者的投资行为在一定条件下会有所改变。

5.2 投资群体特征

根据日前，中国证券业协会会同证券投资者保护基金共同开展的投资者问卷调查，历时25天，并在此基础上编制了《中国证券市场投资者问卷调查分析报告》，详尽展示了投资者，特别是个人投资者的结构、投资现状、投资理念以及对后市的看法等。这里我们引用分析报告的部分结果进行分析。

(1) 中青年群体为主

从此次调查结构来看，个人投资者以33至54岁的中青年群体为主，约占调

查总数的 50%。在归纳的 12 类职业分布中, 下岗/离退休人员和自由职业者在市场中较为活跃, 约占调查总数的 35.5%; 其次为企业/公司人员和专业技术人员, 约占 31.1%。个人投资者总体文化素质较高, 大学教育程度及以上的投资者占总数的 60%。

(2) 中低收入者占 70%

从收入情况看, 个人投资者以月收入在 5000 元以下的中低收入群体为主, 占总数的 70%左右。而从入市时间分布看, 2000 年以前入市的投资者最多, 占调查总数的 52%, 2006 年以后入市的新投资者约占总数的 23%。

通过对个人投资者投资现状进行调查, 约 70%的个人投资者的股市投资资金量占到其家庭全部金融资产的 1/3 以上。其中, 13.4%的投资者动用了家庭全部金融资产投资股市, 并且在老股民中, 有 8.3%的股市资金来源于向别人借款或银行贷款。而在 2006 年至 2007 年入市的新股民中, 借、贷炒股资金占其投资资金总量的 10.81%, 比老股民高出 2.5 个百分点。

(3) 牛市仍会持续

调查显示, 个人投资者与机构投资者对 2007 年市场走势的预测普遍持较为乐观的态度, 两类投资者中各有六成认为牛市至少可以延续到 2008 年奥运会之前。

关于 2007 年的投资计划, 个人投资者中倾向维持投资现状的占调查总数的 54%, 倾向增加投资的投资者占总数的 17%。对于收益的预期, 大多数个人投资者的预期不高, 预期收益在 10%-50%的投资者最多, 达到了调查总数的 60%左右。

(4) 投资理念与投资行为错位

调查显示, 个人投资者存在投资理念和投资行为错位现象。一方面, 六成以上的投资者追求稳健的投资收益, 崇尚理性投资, 能够承受的最大亏损仅在 20%以内; 另一方面, 五成以上投资者的投资行为却以短线操作为主, 持股时间选择在 3 个月以内, 显示投资者普遍期望短期实现高收益。参与调查的投资者平均持股时间为 116 天。

(5) 期盼金融创新

在对证券市场的评价方面, 个人投资者和机构投资者对 2006 年中国证券市场进步的主要标志的认识存在较大差异, 88.3%的机构投资者认为“股改圆满成

功”是2006年中国证券市场进步的主要标志；而52.4%的个人投资者则认为“市场由熊转牛”是市场进步的最显著标志。在2006年监管机构实施的一系列监管措施中，95.2%的机构投资者认为股权分置改革是最富成效的监管工作，其次是证券公司综合治理和清理上市公司大股东欠款工作。

在对投资者对金融创新需求的调查中。有86.9%的机构投资者认为市场迫切需要金融创新，尤其是产品创新。而个人投资者对金融创新意愿也非常强烈，特别对交易制度的创新非常关注。个人投资者希望近期能够推出的市场创新举措位居前列的依次是T+0交易制度、融资融券、20%涨跌幅和股指期货。

（6）投资者权益被侵害

特别值得关注的是，调查结果显示，绝大部分个人投资者认为自身权益受到了侵害，而信息披露不规范、股票价格被操纵、政府行为缺陷和大股东侵权等问题是主要原因。接受调查的投资者普遍认为，加大对违法行为的处罚力度是保护投资者权益的最有效手段。

从上述中小投资者特征及其行为可以看出，特别应注意和加强的是保护弱势群体。从股市来看，中小投资者就是弱势群体。保护投资者的合法权益是题中应有之义。因为他们在股市中处于弱势地位。对中小投资者的保护，不是在股市低迷时才要强调的短期行为，而是规范市场的基本原则，是一项长期的艰巨任务。

5.3 中小投资者与赔偿实现机制

中小投资者的资金实力小，掌握信息的能力弱，容易被一些人误导。在一个不够成熟的市场中，中小投资者的弱势地位很容易被上市公司、中介机构等内部人利用，以损害他们的利益为手段，牟取不当利益。

和其他金融资产相比，股票的潜在收益和风险都是较高的，股市本身是有风险的，所以入市要小心，选股要谨慎，持股要耐心。投资者应当明白，股市投资是风险自担的。但是如果是因为虚假信息、内幕交易、恶意操纵损害了中小股东的利益，则应当建立赔偿的机制。《证券法》中对此虽有原则性规定，但是长期以来缺乏相应的可操作的实施细则。最高人民法院已发布了相应的司法解释，有利于建立和完善保护投资者的赔偿机制。

证券欺诈的赔偿机制涉及到一个群体诉讼的问题，这在国外很常见，我们应

该借鉴,可以对上市公司形成实质性约束。如果不能发起和受理群体诉讼,单个中小投资者通过相关的中介机构(如律师事务所)诉讼的预期收益,往往还不足以弥补其诉讼成本,不可能激励他通过诉讼手段解决自己的赔偿问题。对虚假信息、庄家恶意操纵、内幕交易造成的损失,应当建立具有可操作性的诉讼细则和赔偿机制,将《证券法》的规定和“三公”原则真正落到实处。

我国新颁布的《证券投资者保护基金管理办法》在法律责任的构架上为受损害的证券投资者追究有关当事人的赔偿责任提供了实体法依据。但要使遭受不法侵害的证券投资者得到充分有效的救济,还必须建立相应的赔偿实现机制。

(1) 设计合理的群体诉讼模式

由于投资者人数众多,一旦发生市场违法违规行为,往往会使大量投资者权益受损;由于诉讼空间的有限性,无法同时容纳众多诉讼主体,为了一并解决众多当事人与另一当事人之间的利益冲突,提高诉讼效率,在诉讼程序上就有必要建立群体性纠纷解决机制。当前在世界范围内存在诸如美国的集团诉讼模式、日本的选定当事人诉讼模式、德国的团体诉讼模式等。从实证角度来看,解决群体性证券民事赔偿问题较为成功的是美国的集团诉讼模式,该模式的最大特点是,一个或数个代表人代表权益受损的全体集团成员提起诉讼,法院对集团所作判决,不仅对直接参加诉讼的集团当事人,而且对没有参加诉讼的受损害主体都具有约束力。并且诉讼成本低,有力地维护了众多弱小投资者的权益以及补充了政府证券监管部门的职能。

在我国,代表人诉讼是解决证券民事赔偿的群体诉讼模式。但我国的代表人诉讼与美国的集团诉讼有不同:集团诉讼的判决具有扩张力,效力涉及于遭受相同侵害的全体受害人;而我国的代表人诉讼的判决只对参加登记的受害人有效,未参加登记权利的,判决则无效。这就使我国民事赔偿的威慑力和对违法行为的警示作用大大受到削弱。我们有必要借鉴美国集团诉讼中的有益做法来重构我国的诉讼代表人制度。为此,应明确在代表人诉讼完成后,没有参加代表人诉讼的受害人可以直接适用判决;为了以此激励受害人加入代表人诉讼,应对直接适用判决的条件作出规定;为设计直接适用判决还应规定一系列的规则。

(2) 确立非诉纠纷解决机制

完善而有效的诉讼制度将为投资者的损害提供重要的救济途径,但诉讼安排都是十分耗时耗力的,对投资者而言,不是惟一经济的选择。并且证券市场参与

各方的关系十分复杂,各种证券争议也逐渐增多,并呈现出显著的专业性和多样性,仅靠证券诉讼制度也远不能满足解决大量证券争议的要求。由此现代社会发展了各种替代性纠纷解决机制(Alternative Dispute Resolution, ADR)——非诉机制也应运而生。其中证券赔偿非诉纠纷解决机制主要有仲裁机制与调解机制两种。证券仲裁最早产生于美国,起初只是解决证券交易所会员之间纠纷的一种手段。后来,证券仲裁逐步扩大适用于交易所会员与非会员之间的证券争议,并由开始仅限于股票发展到适用于包括基金在内的各种证券,形成了一套完整的证券仲裁适用制度、规则,使得证券仲裁成为解决证券纠纷的最为主要的方式。除此之外,还有证券调解机制,也相继建立和运用,它既有利于减少诉累,减轻法院的负担,又是一种高效率、低成本解决纠纷的重要方式之一。其在美国和加拿大等发达国家被大力发展和广泛应用。这种非诉讼调解机制若在我国证券投资者保护基金中也建立和运用,这就不仅要在我国《证券投资者管理办法》对损害赔偿及其追究机制作出明确的规定,而且要在实践中对证券投资当事人客观存在的这种民事赔偿纠纷获得迅速全面有效的解决。这既有利于证券市场的发展,又有利地保护了中小投资者的利益,并且还可减轻法院负担。可见,我们有必要建立证券仲裁与调解制度,作为诉讼制度的有益补充。

(3) 建立赔偿实现的财产保障制度

在证券投资损害赔偿责任的追究中,还必须关注的一个问题是投资者胜诉或通过仲裁方式赢得裁决后,如何确保投资者能切实得到赔偿。为此,建立一套保障赔偿实现的制度安排是必不可少的。如爱尔兰于1998年专门制订了《投资者赔偿法》,澳大利亚1987年专门制订了《国家担保基金法》。还有一些国家(地区),如德国1998年1月颁布的综合性的金融法案即《存款保护和投资者赔偿法案》中,对投资者赔偿立法的内容也作出了统一的规定。美国的做法是建立投资者财产损失补偿与保险机制。如在1987年,组建了专门为共同基金行业提供保险的保险公司,简称“共同集团”,来满足共同基金和投资顾问的需要。保证了受害人在侵害人败诉后及时得到经济上的补偿。以确保投资者损害赔偿诉求的真正实现。虽然我国已经颁布了《证券投资者保护基金管理办法》,但是在中小投资者赔偿实现机制方面并没有作出具体规定,可见,具体、有效的保障赔偿实现制度对确保投资者胜诉后能切实得到赔偿是不可缺少的。

6. 道德风险与逆向选择问题

道德风险(moral hazard)和逆向选择(adverse selection)概念,最早由 20 世纪 70 年代美国经济学家肯尼斯·约瑟夫·阿罗在 1963 年 12 月《不确定性经济学》演讲中提出。在这篇演讲中他说,“我开始觉察到市场关系的不同部分中信息差别的重要性。最初的例子是医疗保险,保险公司不能恰当地控制对医疗护理的需求以及医生和病人之间的比例关系”,并提出了“败德行为”和“逆向选择”的概念^①。阿罗所谓的“保险公司不能恰当地控制对医疗护理的需求以及医生和病人之间的比例关系”,其含义是指人们参加医疗保险后,当生病时得不到应有的医疗护理,原因或者是医生不尽责、水平低,或者医生与病人之间的比例不协调。这种状况的发生是市场关系中“信息差别”造成的,阿罗最初把医生的不尽责称之为“败德行为”。

从经济学角度分析,道德风险在市场关系中、在契约的条件下发生。契约是在市场经济条件下交易双方达成的共同协议和行为承诺,代表双方权利与义务的确立。在市场经济条件下,交易双方达成共同的协议和行为承诺必须彼此了解对方、拥有双方的信息,即交易双方不存在信息不对称(asymmetric information)。

在信息经济学中,拥有私人信息的参与人称之为“代理人”,不拥有私人信息的参与人称之为“委托人”,由此,契约的达成和实现是“代理人”与“委托人”的博弈。在博弈中,“代理人”能够将自己拥有的私人信息隐藏起来,使委托人了解或不了解或不能充分地了解自己的信息,这样,代理人就有可能把自己行为的负后果转嫁到委托人的身上,而逃避风险。道德风险是由于隐瞒信息、隐蔽行为所导致的风险。

所谓逆向选择,是指在市场竞争过程中,违背了优胜劣汰的选择原则,将优质产品淘汰出市场,而将劣质产品保留在市场中的一种经济现象。这种经济现象产生的原因在于信息不对称的结果。进一步说,是那些拥有私人信息而在市场竞争中又有意隐瞒私人信息的人造成的。由于代理人在市场竞争中与委托人进行商业交易时,事前对委托人隐瞒了他拥有的私人信息,使得委托人事后上当受骗,所以逆向选择的发生是在商业交易行为以后,而不是事前。这是逆向选择有别于

^①曾康霖,《习惯的思维与理性的落差——简议道德风险与逆向选择》,中国金融半月刊。

道德风险的地方。但必须指出，道德风险与逆向选择相关。他们的起因都是代理人对委托人隐瞒了信息和隐瞒了行动。

6.1 问题提出

设立证券投资者保护基金，是有关损失由政府“买单”转向市场化运作的一种进步，是与国际接轨的一种表现。就证券投资者保护基金自身而言，它本质上仍是一种类似于存款保险的事后机制安排，其并不能从根本上防止证券公司破产或被行政关闭。

证券投资者保护基金的积极性是毋庸置疑的，但它只是一种事后补偿机制，而事前和事中的监管也不能有丝毫放松。

同商业银行存款保险制度一样，围绕证券投资者保护基金制度的最大争议就是可能引发道德风险问题和逆向选择问题。一些证券公司或者其“内部人”可能为了追求自身利益而从事高风险的活动。所以，设置不合理的证券投资者保护基金制度可能会产生“劣币驱逐良币”效应。尤其是在自愿交费的情况下，只有那些高风险的证券公司才有动机加入该基金，而稳健经营的公司会从这一制度中受损，继而退出保险体系，这就是所谓的“逆向选择”。

实际上，逆向选择和道德风险问题并不是证券投资者保护基金制度本身造成的，相反，合理组织和运作的证券投资者保护基金，可以在一定程度上减少道德风险问题。在没有建立证券投资者保护基金之前，对于有问题的证券公司的处置，往往也要中央银行或者地方政府“买单”，最终还是浪费纳税人的钱，这事实上是一种“隐性的”保险制度，更无法从根本上避免证券公司从事高风险活动。而设计合理的证券投资保险制度，有助于建立准市场化的金融机构退出机制，改变以往行政干预形式下的关闭或接管方式。

在行政干预下的退出机制中，国家承担所有的资金损失和社会风险，而市场参与者包括证券公司和投资者感受不到风险。在市场化的退出机制中，证券公司和投资者则要共同承受破产倒闭带来的损失，有助于约束他们各自的行为。

从理论上讲，设计合理的证券投资者保护基金可以较好地完善证券公司的公司治理机制，克服由于证券市场上信息不对称而带来的金融脆弱性，解决金融外部性问题并防范系统性风险的发生，减少道德风险问题并有助于形成证券公司的

市场化退出机制。就我国的现实情况而言，证券市场现阶段的处境与海外证券市场建立证券投资者保护基金时的情况非常类似，当前情况下建立证券投资者保护基金也是非常必要的。

6.1.1 道德风险

证券公司在证券市场资金配置系统中属于中介机构，在资金融通过程中起着中介的作用。在这个资金链条运动的过程中，存在着证券公司与社会公众投资者的信息不对称。投资者把资金委托给证券公司，但是无法真实了解证券公司的经营状况和财务资料，投资者也无法知道他所委托的资金的风险状态如何。

虽然从社会公众投资者角度来看，应该将资金委托给经营稳健、破产倒闭风险较小、社会信誉高的证券公司，但由于信息不对称以及搜寻信息成本相当高，使得社会公众投资者选择哪类证券公司在很多情况下都是盲目的。当某一家证券公司出现违规挪用客户保证资金致使被风险处置，最终达到破产清算的时候，很容易在证券市场中发生多米诺骨牌效应，这对整个证券市场甚至对整个金融体系的打击都是十分巨大的，进而危及整个社会经济的运行及其健康发展。

在我国，证券投资者保护基金制度面临多边道德风险主要表现在：

6.1.1.1 投资者的道德风险分析

实行证券投资者保护基金制度的国家，存在着投资者对证券投资者保护基金机构的道德风险，这是证券投资者保护基金制度固有的缺陷。

证券投资者保护基金的建立，固然有其积极的一面，但是政府插手市场，也会带来某些“道德风险”。中小投资者在选择把钱放在哪家证券公司的时候，本来要考虑证券公司的信用水平，但是有了投资者保护基金，可能就有恃无恐了。可能更倾向于做一些冒险的经济行为。

在没有证券投资者保护基金制度情况下，投资者为保护自己资金的安全，必然会采取各种措施对证券公司进行监督。当发现证券公司存在经营问题时，“用脚投票”的市场约束机制将发挥作用，迫使证券公司认真面对自己的经营风险问题，实施风险控制，提高经营能力。而在建立了证券投资者保护基金制度后，投

投资者就没有积极性对证券公司监督，因为他们认为证券公司的失败会有基金来保护他们的利益，用不着担心自己资金的安全问题。证券投资者保护基金制度的建立引发了投资者的偷懒行为，投资者对证券公司的经营业绩和风险状况变得不怎么关心起来。所以投资者会认为投资风险由证券投资者保护基金机构来承担，失去了对证券公司的监督积极性，来自于投资者对证券公司的风险约束也就随之降低了。投资者道德风险问题的存在，弱化了证券投资机构的市場约束机制。

6.1.1.2 证券公司的道德风险分析

从证券公司与投资者的关系来看，投资者将资金存放在证券公司处，通过证券公司来从事证券交易，形成委托——代理关系，投资者是委托人，证券公司是代理人。在信息不对称条件下，证券公司就难免出于自身利益而损害投资者的利益，诱发证券公司的道德风险。证券公司的破产、清算具有负外部性是设立证券投资者保护基金的原因^②。但是，证券投资者保护基金制度具有和银行存款保险制度相似的道德风险问题存在，不健全的保护制度仍然会诱发证券公司的道德风险。

受到证券投资者保护基金保护的证券公司如果对基金具有“最后买单者”的预期，认为出了问题由证券投资者保护基金来负责，那么为获取更高的收益，其在经营过程中仍会倾向于从事更高风险的业务。高风险经营加大了证券公司失败的可能，而证券公司都寄希望于将经营的风险转嫁到证券投资者保护基金公司的身上。所以如果证券投资者保护的“最后买单者”只是从过去的政府简单的转移到现在的证券投资者保护基金公司，而缺乏对证券公司相应的激励、惩罚机制，则证券投资者保护基金制度本身并不能阻止证券公司的道德风险。

如果证券公司这种道德风险不是发生在一家公司，而是普遍存在的常态。则证券公司普遍的道德风险行为会引发集体破产的风险，使证券投资者保护基金面临支付压力，使这一保护制度失效，那样就可能不得不又退回到政府来挽救那些问题证券公司的局面。

证券投资者保护基金制度使社会公众投资者降低了对证券公司监督的动力，证券公司以一定的保护基金费用为代价从证券投资者保护基金机构获得了看跌

^②财经视线，2007年第9期，胡建绩、陈立、陈连权“证券投资者保护基金的道德风险及控制”。

期权，并将看跌期权的空头地位转让给了证券投资者保护基金机构（中国证券投资者保护基金有限责任公司）。当这项看跌期权达到盈亏平衡点时存在下面等式：

$$M_{i,t} + H_{i,t} = I_{i,t} + L_{i,t} + R_{i,t}$$

其中，

$M_{i,t}$ 为第 i 家证券公司在 t 时刻的市场价值；

$H_{i,t}$ 为第 i 家证券公司在 t 时刻的经营资格价值；

$I_{i,t}$ 为第 i 家证券公司在 t 时刻客户的交易结算保证资金和证券价值；

$L_{i,t}$ 为第 i 家证券公司在 t 时刻向证券投资者保护基金缴纳的保护基金费用；

$R_{i,t}$ 为第 i 家证券公司在 t 时刻由于不良因素给自身带来的声誉损失价值。

为了论证方便，可以假定证券公司的所有个人债权和客户证券交易结算资金均受证券投资者保护基金制度的保护。

如果第 i 家证券公司在 t 时刻满足下面不等式：

$$M_{i,t} + H_{i,t} < I_{i,t} + L_{i,t} + R_{i,t}$$

此时证券公司处于期权中的盈利状态，理应被风险处置或者破产清算，但仍继续营业以获得扭转败局的机会。该看跌期权的价值受下面几大因素影响：

(1) $M_{i,t} + H_{i,t}$ 值越小则看跌期权价值越大；

(2) 证券公司偏好风险程度越高，期权价值就越大，期权价值线向原点的凸度越小；

(3) 证券公司发生资不抵债时被风险处置或者破产清算的时间越晚，期权就越有价值。因此当证券公司非常愿意行使这项期权的时候，证券公司已经处于严重的资不抵债的境地了。

因为证券公司行使期权的前提条件是 $M_{i,t} + H_{i,t} < I_{i,t} + L_{i,t} + R_{i,t}$ ，但由于我国对证券公司市场准入度较高，那么当

$$L_{i,t} + R_{i,t} - H_{i,t} < 0$$

而使得该项条件成立的条件为：

$$M_{i,t} = I_{i,t}$$

但此时证券公司的资产市场价值已经不能弥补社会公众投资者的个人债权和客户证券交易结算保证资金的要求。

6.1.1.3 证券公司管理层的道德风险分析

证券公司一般实行公司制,其所有者委托管理者作为代理人来经营管理证券公司。证券公司所有者不直接参与公司经营管理过程,使得证券公司所有者与管理者的信息存在严重的不对称。证券公司所有者虽然可以直接对管理层进行监督,但由于存在高昂的监督成本而对证券公司管理者实行全面监督是不可能的,这就产生了证券公司管理层的道德风险。

证券公司管理层与证券公司所有者的经营目标不同,管理层主要追求自身利益最大化,而不是追求证券公司利益最大化,具体表现为其在经营管理中不尽心尽责、消极懈怠工作,有时违规挪用客户保证资金,从事高风险投资以追求成功利益的分享权,而投资损失则有证券公司所有者来承担。证券公司管理者这种行为主要与其报酬制度设计有关,由于证券公司所有者与管理者存在信息上的不对称以及监督成本过高,转而实行激励机制,证券公司管理者的报酬与公司经营业绩挂钩,这种报酬结构相当于赋予了管理者一份看涨期权,从而激励了证券公司管理者有时违规操作使用客户保证资金从事高风险投资的冲动,由此引发了证券公司管理者的道德风险。

证券投资者保护基金制度的存在进一步激励了证券公司管理者的道德风险,因为证券投资者保护基金制度使得管理者来自于证券公司所有者和投资者的监督下降了;再者,证券投资者保护基金制度有可能诱发证券公司所有者和管理者的“共谋”现象,共同决策经营高风险投资项目,粉饰财务报表,夸大证券公司实际利润,以便为股东发放更多的股息红利。散布虚假信息炒作股价,二者共同谋利。同时,由于双方存在利益共同基础,证券公司所有者还有可能在证券公司章程中规定证券公司被风险处置或者破产清算倒闭时,必须给予证券公司管理者一笔客观的补偿金使其得到最终保护。证券公司所有者及管理者非常清楚地知道,一旦证券公司陷入困境,不管陷入这种困境适于何种原因,证券投资者保护基金机构会给予流动性资金进行援助,以帮助证券公司渡过难关;即使证券公司被风险处置或者破产清算倒闭,证券投资者保护基金制度在收购个人债权条件下

支付给投资者损失的同时，也会安排其他证券公司进行兼并或收购，使其继续存在下去。

证券投资者保护基金制度安排出于各方利益的考虑，一方面减少证券投资者保护基金机构的基金支出；另一方面也符合监管机构的政治需求，因为监管机构会出于政治稳定及减少经济震荡，力阻避免规模大和实力大的证券公司被风险处置或破产清算倒闭，这是引发道德风险的另一个重要原因。

6.1.1.4 监管机构的道德风险分析

证券投资者保护基金以多种形式融资，涉及财政部、央行、投保的证券公司等多部门和公司，证券投资者保护基金有限责任公司实际上与政府部门、央行、投保证券公司和投资者之间建立了委托—代理关系。如果保护制度构建不合理，证券投资者保护基金有限责任公司有可能将自身利益置于委托人的利益之上，从而延缓对问题证券公司的风险处置，导致处置成本增加。另外，证券公司出于利益驱动，可能会对证券投资者保护基金有限责任公司进行寻租，从而来掩护经营中存在的问题和风险，少缴纳保护基金。如果证券投资者保护基金有限责任公司被这样的证券公司俘获，为寻租证券公司们大开方便之门，无视其高风险活动或容许少缴基金保护费用，这就将有悖于政府部门、央行和全体投保证券公司的委托责任，形成了道德风险^⑧。

6.1.1.5 道德风险的博弈分析

为了更深入研究证券投资者保护基金制度面临的多边道德风险的产生机理及更有效地防范和控制道德风险，下面引入博弈论，试对道德风险进行模型定价分析。针对证券公司的道德风险分析，我们建立如下的分析模型。

前文认为，证券投资者保护基金制度使社会公众投资者降低了对证券公司监督的动力，证券公司以一定的保护基金费用为代价从证券投资者保护基金机构获得了看跌期权，并将看跌期权的空头地位转让给了证券投资者保护基金机构（中国证券投资者保护基金有限责任公司）。

^⑧财经视线，2007年第9期，胡建绩、陈立、陈连权“证券投资者保护基金的道德风险及控制”。

现在假设，中国证券投资者保护基金有限责任公司为甲方，缴纳证券投资者保护基金费用的证券公司作为投保人为乙方。假设在 t 时刻（年度），甲乙双方已经签订合同契约，合同契约期望发放保护基金（赔付）金额为 $W_{i,t}$ ，第 i 家证券公司缴纳的保护基金费用为 $P_{i,t}$ ，同时还假定，该家证券公司必须支出一定的成本 $c_{i,t}$ 用于防范风险的出现，使期望赔付金额下降为 $w_{i,t}$ ($w_{i,t} < W_{i,t}$)，此时证券公司缴纳的保护基金费用也下降为 $p_{i,t}$ ，且当 $p_{i,t} < P_{i,t} - c_{i,t}$ 时，乙方才愿意采取措施防范风险的发生。甲方可以派工作人员检查乙方，看是否遵守合约，假定检查成本（包括发生的任何相关费用） $d_{i,t}$ 。若检查出乙方没有遵守合同契约，那么乙方必须向甲方缴纳数额为 $Q_{i,t}$ 的罚金。

在这甲乙双方博弈中，甲方有两种策略可供选择：检查、不检查；乙方也有两种策略可供选择：遵守、不遵守。该博弈通过以下矩阵表达，矩阵中的元素表示在不同策略下甲乙双方的支出。例如乙方不遵守合同契约，甲方进行检查，此种策略选择的结果使得甲乙双方的支出分别为： $w_{i,t} + d_{i,t} - Q_{i,t}$, $p_{i,t} + Q_{i,t}$ 。

表 6：博弈矩阵

甲方策略 \ 乙方策略	不检查	检查
遵守	$(w_{i,t}, p_{i,t} + c_{i,t})$	$(w_{i,t} + d_{i,t}, p_{i,t} + c_{i,t})$
不遵守	$(w_{i,t}, p_{i,t})$	$(W_{i,t} + d_{i,t} - Q_{i,t}, p_{i,t} + Q_{i,t})$

再假定乙方缴纳保护基金费用和罚金给甲方，甲方也发放保护基金给乙方（赔付给在乙方开户的证券投资者的投资损失，假定乙方作为证券投资者赔偿基金的统一接纳者，然后按照法律赔偿机制进行发放，不涉及其他复杂问题），不涉及到第三方参与博弈，则净收益矩阵为：

表 7：博弈损益矩阵

甲方 \ 乙方	不检查	检查
遵守	$p_{i,t} - w_{i,t}, w_{i,t} - (p_{i,t} + c_{i,t})$	$p_{i,t} - (w_{i,t} + d_{i,t}), w_{i,t} - (p_{i,t} + c_{i,t})$
不遵守	$p_{i,t} - W_{i,t}, W_{i,t} - p_{i,t}$	$p_{i,t} - W_{i,t} - d_{i,t} + Q_{i,t}, W_{i,t} - p_{i,t} - Q_{i,t}$

$$Q_{i,t} > c_{i,t} + w_{i,t} - W_{i,t} \quad (1)$$

就乙方而言，只有当（1）成立时，即罚金数额大于采取风险控制措施的费用以及由此引起的赔偿基金的差额之和时，所以罚金才有助于制止道德风险的产生。

$$Q_{i,t} > d_{i,t} \quad (2)$$

就甲方而言，只有当（2）成立时，即所收取的罚金大于检查费用时，才值得检查乙方的策略行为。

现在引入一个混合策略。假定乙方不遵守合同契约，不采取行动进行风险防范的概率为 $x_{i,t}$ ，甲方检查乙方行动的概率为 $y_{i,t}$ ，则双方行动概率矩阵为：

表 8：博弈概率矩阵

乙方 \ 甲方	不检查	检查
遵守	$1 - y_{i,t}, 1 - x_{i,t}$	$y_{i,t}, 1 - x_{i,t}$
不遵守	$1 - y_{i,t}, x_{i,t}$	$y_{i,t}, x_{i,t}$

甲乙双方的净损益分别为：

$$\begin{aligned} E_{\text{甲}}(y_{i,t}, x_{i,t}) &= (1 - y_{i,t})(1 - x_{i,t})(p_{i,t} - w_{i,t}) + y_{i,t}(1 - x_{i,t})[p_{i,t} - (w_{i,t} + d_{i,t})] \\ &\quad + (1 - y_{i,t})x_{i,t}(p_{i,t} - W_{i,t}) + y_{i,t}x_{i,t}(p_{i,t} - W_{i,t} - d_{i,t} + Q_{i,t}) \end{aligned} \quad (3)$$

$$\begin{aligned} E_{\text{乙}}(y_{i,t}, x_{i,t}) &= (1 - y_{i,t})(1 - x_{i,t})[w_{i,t} - (p_{i,t} + c_{i,t})] + y_{i,t}(1 - x_{i,t})[w_{i,t} - (p_{i,t} + c_{i,t})] \\ &\quad + (1 - y_{i,t})x_{i,t}(W_{i,t} - p_{i,t}) + y_{i,t}x_{i,t}(W_{i,t} - p_{i,t} - Q_{i,t}) \end{aligned} \quad (4)$$

化简得：

$$E_{\text{甲}}(y_{i,t}, x_{i,t}) = (p_{i,t} - w_{i,t}) + x_{i,t}(w_{i,t} - W_{i,t}) - y_{i,t}(d_{i,t} - x_{i,t}Q_{i,t}) \quad (5)$$

$$E_{\text{乙}}(y_{i,t}, x_{i,t}) = [w_{i,t} - (p_{i,t} + c_{i,t})] + x_{i,t}(W_{i,t} - w_{i,t} + c_{i,t} - y_{i,t}Q_{i,t}) \quad (6)$$

当甲乙双方博弈均衡时满足如下条件：

$$E_{\text{甲}}(y_{i,t}^*, x_{i,t}^*) \geq E_{\text{甲}}(y_{i,t}, x_{i,t}^*) \quad (7)$$

$$E_{\text{乙}}(y_{i,t}^*, x_{i,t}^*) \geq E_{\text{乙}}(y_{i,t}, x_{i,t}^*) \quad (8)$$

混合策略 $(y_{i,t}^*, x_{i,t}^*)$ 是博弈的纳什均衡点，由上述（7）和（8）得到唯一的

纳什均衡点:

$$x_{i,t}^* = \frac{d_{i,t}}{Q_{i,t}} \quad (9)$$

$$y_{i,t}^* = \frac{W_{i,t} - w_{i,t} + c_{i,t}}{Q_{i,t}} \quad (10)$$

此时甲乙双方的净损益分别为:

$$E_{\text{甲}}(y_{i,t}^*, x_{i,t}^*) = (p_{i,t} - w_{i,t}) + \frac{d_{i,t}}{Q_{i,t}}(w_{i,t} - W_{i,t}) \quad (11)$$

$$E_{\text{乙}}(y_{i,t}^*, x_{i,t}^*) = w_{i,t} - (p_{i,t} + c_{i,t}) \quad (12)$$

如果 $E_{\text{甲}}(y_{i,t}^*, x_{i,t}^*) < 0$, 则甲方会拒绝承担赔偿责任, 所以应有 $E_{\text{甲}}(y_{i,t}^*, x_{i,t}^*) \geq 0$,

即

$$(p_{i,t} - w_{i,t}) + \frac{d_{i,t}}{Q_{i,t}}(w_{i,t} - W_{i,t}) \geq 0 \quad (13)$$

$$p_{i,t} \geq w_{i,t} + \frac{d_{i,t}}{Q_{i,t}}(W_{i,t} - w_{i,t})$$

如果不计算其管理费用及其他管理成本, 甲方可接受的最低保护基金金额为:

$$p_{i,t} = w_{i,t} + \frac{d_{i,t}}{Q_{i,t}}(W_{i,t} - w_{i,t}) \quad (14)$$

式 (14) 说明了, 甲方收取保护基金费用由两部分组成: 一是期望赔偿金额 $w_{i,t}$; 二是 $\frac{d_{i,t}}{Q_{i,t}}(W_{i,t} - w_{i,t})$ 道德风险价格。

不难看出, 道德风险价格与检查费用 $d_{i,t}$ 及其乙方采取风险控制措施后的收益 $(W_{i,t} - w_{i,t})$ 成正比, 与罚金 $Q_{i,t}$ 的数额呈反比。

将 (14) 代入到 (11) 和 (12) 得到:

$$E_{\text{甲}}(y_{i,t}^*, x_{i,t}^*) = 0 \quad (15)$$

$$E_{\text{乙}}(y_{i,t}^*, x_{i,t}^*) = -\frac{d_{i,t}}{Q_{i,t}}(w_{i,t} - W_{i,t}) - c_{i,t} \quad (16)$$

式 (16) 说明了乙方的总支出为 $\frac{d_{i,t}}{Q_{i,t}}(W_{i,t} - w_{i,t}) + c_{i,t}$ ，其中包含了道德风险的价格。尽管乙方也许采取风险防范措施，但由于存在道德风险的可能性，甲方会把这看作是额外的风险，并相应地在保护基金费用上有所体现。

假设 t 时刻，乙方的营业收入为 $T_{i,t}$ ，那么在均衡条件下，甲方向乙方收取的保护基金费用率为：

$$\lambda_{i,t} = \frac{p_{i,t}}{T_{i,t}} = \frac{w_{i,t} + \frac{d_{i,t}}{Q_{i,t}}(W_{i,t} - w_{i,t})}{T_{i,t}} \quad (17)$$

如果 t 时刻，甲方考虑经营不出现入不敷出，可以将正常运作的总管理支出，即包括员工薪水等费用在内的总管理支出 $D_{i,t}$ 均摊到 $p_{i,t}$ 上，使得到：

$$p'_{i,t} = w_{i,t} + \frac{d_{i,t}}{Q_{i,t}}(W_{i,t} - w_{i,t}) + \Delta_{i,t} \quad (18)$$

其中， $\Delta_{i,t} = \frac{D_{i,t}}{n}$ ， n 为市场上乙方（证券公司）的数量。

这样，在 t 时刻，乙方的营业收入为 $T_{i,t}$ ，那么在均衡条件下，甲方向乙方收取的保护基金费用率为：

$$\lambda'_{i,t} = \frac{p'_{i,t}}{T_{i,t}} = \frac{w_{i,t} + \frac{d_{i,t}}{Q_{i,t}}(W_{i,t} - w_{i,t}) + \Delta_{i,t}}{T_{i,t}} \quad (19)$$

此时，甲乙双方的期望损益分别为：

$$E'_{\text{甲}}(y_{i,t}^*, x_{i,t}^*) = \Delta_{i,t} \quad (20)$$

$$E'_{\text{乙}}(y_{i,t}^*, x_{i,t}^*) = -\frac{d_{i,t}}{Q_{i,t}}(W_{i,t} - w_{i,t}) - \Delta_{i,t} - c_{i,t} \quad (21)$$

在证券市场上，只要甲方按照式 (19) 进行收取保护基金费用，就可以避免道德风险的发生。甲方总收益为 $n\Delta_{i,t}$ ，该值刚好等于 $D_{i,t}$ 。甲方单从所有乙方收取的保护基金总费用为

$$np'_{i,t} = n[w_{i,t} + \frac{d_{i,t}}{Q_{i,t}}(W_{i,t} - w_{i,t}) + \Delta_{i,t}] \quad (22)$$

6.1.2 逆向选择

作为证券投资者保护的三架马车之一的证券投资者保护基金制度正在逐步构建和完善中，将对稳定金融市场起着积极促进作用。证券投资者保护基金制度从本质上讲是证券市场信用遭受破坏时的一种市场化风险处置机制，其意图并不是要解救在财务上出现问题的证券公司，而是要通过减轻、甚至消除财务失败带来的负面影响来保持资本市场的稳定。但是，在制度运行中，各相关经济主体，即投资者、证券公司、监管机构等，基于本身的利益驱动，利用信息不对称，做出一些使得产生市场效率消减、制度效用降低，有违制度初衷、偏离于制度最优执行结果甚至破坏金融稳定性的行为，这就是所谓的逆向选择^④。

6.1.2.1 逆向选择表现形式

(1) 冒险行动与外部效应

成为证券投资者保护基金会员的证券公司会有被“保险”的感觉，日常运作起来就不像以前那么在乎风险，可能更倾向于做一些冒险行动，经营高风险业务；问题越大的证券公司，越寻求高风险，以期获得高收益。如果只是最后买单人的变化，没有约束机制的实质性变化，投入更多的资金到问题证券公司如同抱薪救火；而缺乏明确的惩罚机制，更会使道德风险积累和加剧。问题证券公司为了避免被风险处置、关闭、破产、清算的命运，就用扩大资产负债的规模来掩盖旧有的经营问题，使得风险加大和集中。他们知道，做得越大你越拿他没办法。因为金融机构的关闭和破产有负的外部性，有社会成本，关闭的金融机构越大，社会成本越高。

(2) 虚假信息与监管滞后

一方面，在风险监测时，主要根据证券公司过去的经营业绩来定风险级别，不具有说服力，总是有问题、出现风险才发现并处置。另一方面，根据《证券投资者保护基金管理办法》第十二条：“所有在中国境内注册的证券公司，按其营

^④陈高华，中国投资者保护基金制度相关经济主体的逆向选择问题，上海金融，2006年第6期。

业收入的 0.5~5% 缴纳基金；经营管理、运作水平较差、风险较高的证券公司，应当按较高比例缴纳基金。各证券公司的具体缴纳比例由保护基金根据证券公司风险状况确定后，报证监会批准，并按年进行调整。证券公司缴纳的基金在其营业成本中列支”，问题证券公司为了少交基金，可能会隐瞒问题和风险，以增加讨价还价的砝码；甚至出现以商业贿赂收买中国证券投资者保护基金公司工作人员，以降低名义风险值，监管机构即便能查出来，也会多花时间和精力，导致风险延后和加剧。

（3）倒逼机制

以往每有证券公司“关门”，总是政府“买单”。由中国人民银行以再贷款的形式，一次性拨付资金，解决由于证券公司被撤消而有可能带来的保证金提取风潮。以鞍山证券、新华证券、南方证券为例，中国人民银行分别向它们发放了 15 亿、14.5 亿以及 80 亿再贷款。偌大的中国人民银行“买单”都有困难，证券投资者保护基金怎能没有困难呢？中国证券投资者保护基金今后运作可能也有自己的“不能承受之重”。在我国证券市场处于发展的初级阶段，大部分证券公司的业务种类、利润点都趋于一致，同好同坏，当行业不景气时，容易出现全行业普遍性经营亏损，大部分公司存在巨大风险，进而集体要挟保护基金，使制度失效，甚至要求通过证券投资者保护基金间接向中国人民银行伸手要再贷款，市场退出机制将退回行政处置方式。

（4）恶性竞争

中小投资者在选择哪家证券公司作为经纪商的时候，本来应考虑证券公司的信用水平，但是有了证券投资者保护基金，中小投资者也可能不会特别在意证券公司是否信誉好、实力强、运作规范，而只会在乎证券公司中哪家收费低廉。通常经营风险越大，实力越弱的证券公司越愿意采用更低的收费来吸引投资者。因为无论在哪家证券公司自己的资产都得到同样的保护，特别是中小投资者，不管在哪类证券公司得到的保护程度均相同，只要自己的单户保证金和证券资产金额在 10 万元内，就意味出现风险时证券投资者保护基金公司会全额买单，所以投资者更愿意选择成本更低的方式，这样就形成有违市场竞争优胜劣汰规律的现象，造成市场的反向激励机制，经营好的证券公司面对竞争对手的低佣金率，也会降低佣金率，加剧竞争，甚至出现全行业连续性亏损，加大证券行业的不稳定性和风险性。

(5) 系统资源浪费

根据现行相关制度, 证券投资者在证券公司的债权被证券投资者保护基金公司收购时, 每个户头最高全额补偿金额为 10 万元, 超过部分不能得到全额收购。如果投资者资金超过这个数目, 则会选择尽可能的多开户头, 以期在证券公司出现破产清算时少些损失, 造成证券交易、清算系统资源的浪费。虽然有证券账户开立实名制和有关被收购债权的主体查实之说, 但实际上有时很难操作和界定。例如, 一位投资者原本投资 40 万元开立一个账户, 现用他人身份证件另开立四个户头, 这样每个户头平均只有 8 万元, 就可以避免证券公司破产时资产受损, 而这样的结果会使得证券户头数比原来多出 4 倍, 推而广之, 系统资源浪费可想而知。有可能在明天证券业就会形成如今天银行业的银行卡的尴尬局面。

6.1.2.2 逆向选择的危害

(1) 打破正常市场机制, 破坏市场公平, 降低市场效率

从公平的角度上讲, 低风险的证券公司应得到较多的投资者信心, 高风险的证券公司得到较少的投资者信心。但问题证券公司吸引投资者的“促销行为”(低佣金率等)和投资者的逆向选择, 会形成劣胜优败的结果, 打破正常市场秩序和市场对资源分配的引导机制, 破坏公平竞争。大量本可以减少户头却广泛地存在于证券系统中, 占用大量系统资源, 增加系统交易费用, 增加清算、交割工作量, 降低市场效率。

(2) 产生寻租、腐败现象

证券投资者保护基金制度的产生, 中国证券投资者保护基金公司的成立, 本来是“灭火”(对高风险证券公司退出时的风险处置)和“解救人质”(解救被问题证券公司“绑架”的投资者), 而证券公司基于利益驱动机制下, 为了掩盖经营中存在的问题和风险, 降低风险水平监测值, 少缴基金, 降低经营成本, 容易形成寻租和腐败的温床。

(3) 加大证券行业系统风险, 增加资本市场的脆弱性, 造成对金融稳定性的冲击

对投资者最理想的保护是让投资者清楚不同证券公司的破产风险是不同的, 从而引导投资者去选择低风险的证券公司。然而投资者对低佣金率、高破产风险

证券公司的选择,将会增加基金公司的赔付压力,同时也使得其他证券公司客户减少、生存压力更大,行业系统不稳定因素增加。而问题证券公司对风险的寻求,资产负债规模扩大的行为,也会使风险集中和加剧。投资者保护基金的作用在于事后补偿,是一种被动保护,并不能防止证券公司破产。滞后效应、倒逼机制则使证券行业的风险更上台阶,有使风险扩展到整个金融甚至经济领域,后果非常严重。

(4) 信息失真, 误导投资

证券投资者保护基金制度要求准确评估证券公司的破产风险。但评估一个金融机构的财务风险要掌握全面而且可靠的信息,并在此基础上进行专业的技术分析。问题证券公司的逆向选择行为会使得证券公司公布的信息常常是不可靠的,即便投资者保护基金自己也有可能无法对证券公司风险做出准确的评估。另外,就算投资者可以获得全面、可靠的相关信息,它们的作用也不大。因为大多数投资者缺乏金融知识和专业分析能力,并不理解这些财务数据的意义。投资者只能通过片面的信息和感性知识进行投资,无法有效评估证券公司经营风险,选择可靠的低风险证券公司。投资者无法甄别证券公司风险,就不会改变其投资时对证券公司选择的盲目性。

6.2 激励机制设计

道德风险问题通常存在于非对称信息发生在合同之后,逆向选择问题通常存在于非对称信息发生在合同之前。在道德风险问题中,委托人在签订合同时知道代理人的类型,但在签订合同后不能观察到代理人的行为,因此,委托人的任务是设计出一个促使代理人选择委托人所希望的行为的有效激励机制。在逆向选择问题中,委托人在签订合同时不知道代理人的类型,但能够观察到代理人的行为,委托人的任务是设计出一个获取代理人私人信息的有效合同。建立基于选择同时体现道德风险问题和逆向选择问题基本特征的模型,着重分析当道德风险和逆向选择问题同时存在情况下的激励机制设计。

为了分析的方便,假定前文的甲方和乙方(n 家证券公司)在信息不对称的条件下,签订合同契约。在这个合同契约中,甲方是委托人,乙方是代理人。乙方的能力类型为 e ,自然(假想的一个博弈方,实际上不参与博弈过程)决

定乙方的能力类型 e ，甲方不知道，甲方设计合同契约，乙方选择接受或拒绝。乙方选择拒绝，则博弈结束；乙方选择接受，同时也选择努力水平。在最后时点上，自然确定乙方的收益水平，收益是共同知识，根据合同契约，甲方付给乙方报酬（这里可以用降低收取保护基金费率 $\lambda'_{i,t}$ 来实现）。

市场上所有乙方都具有不同的能力 e ，并且 e 为连续随机变量，满足 $e \in [e^-, e^+]$ ，其中 e^- 为 e 的最小值， e^+ 为 e 的最大值。相应的第 i 家证券公司（乙方）的能力为 e_i ， $e_i \in [e_i^-, e_i^+]$ ， $[e_i^-, e_i^+] \subset [e^-, e^+]$ 。签订合同契约前，甲方是不知情的，不知道乙方的能力类型 e_i ，但是知道乙方属于能力类型 e_i 的概率分布。假定 e_i 的概率密度和概率分布函数分别为 $f(e_i)$ 和 $F(e_i)$ ，则定义乙方的风险率为：

$$v(e_i) = \frac{f(e_i)}{1 - F(e_i)} \quad (23)$$

很明显，(23) 中 $v(e_i)$ 关于 e_i 的导数是负值，即

$$\frac{\partial v(e_i)}{\partial e_i} < 0 \quad (24)$$

(24) 说明了，乙方能力类型越高，相应地自身风险率就越小。

假设乙方的努力水平 $H_{i,t}$ 为一维随机变量，并且 $H \in [0, \bar{H}]$ ，甲方不能观测到它，但可以观察到与努力水平有关的营业收入 $T_{i,t}$ ， $T_{i,t}$ 是 $H_{i,t}$ 和 e_i 的函数，即

$$T_{i,t} = F(H_{i,t}, e_i) \quad (25)$$

营业收入的密度函数为

$$f(H_{i,t}, e_i) \quad (26)$$

在证券市场上，由于乙方是不同质的，最优激励合同契约设计意味着：甲方应该向不同类型的乙方提供有区别的激励和同契约，即提供一组和同契约

供乙方去选择，乙方通过选择其中的一个和同契约来揭示它的类型 e_i 。因此激励机制为二维决策向量： $\{H_{i,t}(e_{i,t}), S_{i,t}(e_{i,t}, T_{i,t})\}$ ，其中， $H_{i,t}(e_{i,t})$ 表示类型为 $e_{i,t}$ 的乙方的努力水平，假设 $S_{i,t}(e_{i,t}, T_{i,t})$ 表示为线性的报酬激励函数：

$$S_{i,t}(e_{i,t}, T_{i,t}) = \alpha(e_{i,t}) + \beta(e_{i,t})T_{i,t} \quad (27)$$

其中， $\alpha(e_{i,t})$ ，表示类型为 $e_{i,t}$ 的乙方的固定收入（与乙方的经营收入没有任何关系）； $\beta(e_{i,t})$ 表示类型为 $e_{i,t}$ 的乙方对经营收入的分享系数，即如果经营收入增加一个单位，乙方的报酬增加 $\beta(e_{i,t})$ 各单位。 $\beta(e_{i,t})=0$ 意味着类型为 $e_{i,t}$ 的乙方不承担任何风险， $\beta(e_{i,t})=1$ 意味着类型为 $e_{i,t}$ 的乙方承担任何风险。和同契约的设计就是设计合理的 $\beta(e_{i,t})$ ，从而使乙方承担一部分风险。

前文已经得到乙方缴纳保护基金费用的费率 $\lambda'_{i,t}$ ，则上述 (27) 可以变化为：

$$S_{i,t}(e_{i,t}, T_{i,t}) = \alpha(e_{i,t}) + [1 - \lambda'_{i,t}(e_{i,t})]T_{i,t} \quad (28)$$

从而，当 $\lambda'_{i,t}=0$ 时乙方承担任何风险；当 $\lambda'_{i,t}=1$ 时乙方不承担任何风险；由于 $0.5\% \leq \lambda'_{i,t} \leq 5\%$ ，所以乙方要承担部分风险。为了避免逆向选择和道德风险的同时产生，必须设计合理的 $\lambda'_{i,t}$ 使得乙方承担高比例风险，甲方承担少比例风险。下面进行分析证明。

假设甲方是纯粹的风险中性者，给定 $S_{i,t}(e_{i,t}, T_{i,t})$ ，则甲方的期望效用等于期望收入：

$$E_V(T_{i,t} - S_{i,t}(e_{i,t}, T_{i,t})) = E\{T_{i,t} - \alpha(e_{i,t}) - [1 - \lambda'_{i,t}(e_{i,t})]T_{i,t}\} = E[\lambda'_{i,t}(e_{i,t})T_{i,t} - \alpha(e_{i,t})] \quad (29)$$

进一步地：

$$\begin{aligned}
E_V(T_{i,t} - S_{i,t}(e_{i,t}, T_{i,t})) &= E[\lambda'_{i,t}(e_{i,t})T_{i,t} - \alpha(e_{i,t})] \\
&= \int_{e_i^-}^{e_i^+} \int_0^{T_{i,t}} [\lambda'_{i,t}(e_{i,t})T_{i,t} - \alpha(e_{i,t})] f(H_{i,t}, e_i) f(e_{i,t}) dT de \quad (30) \\
&= \int_{e_i^-}^{e_i^+} \int_0^{T_{i,t}} [\lambda'_{i,t}(e_{i,t})F(H_{i,t}, e_i) - \alpha(e_{i,t})] f(H_{i,t}, e_i) f(e_{i,t}) dT de
\end{aligned}$$

假设乙方具有风险规避，其效用函数具有不变绝对风险规避特征，即：

$$u = -\exp(-\rho W) \quad (31)$$

其中， ρ 是绝对风险规避度量， W 是乙方实际的货币收入。

假设乙方的努力成本为： $C(e_{i,t}, H_{i,t}(e_{i,t}))$ ，其中该函数的一阶导数、二阶导数和混合二阶导数满足如下特征：

$C_1(e_{i,t}, H_{i,t}(e_{i,t})) < 0$ （下表表示对第一个变量求导数），表示乙方能力类型越高，努力的效果成本就越低； $C_2(e_{i,t}, H_{i,t}(e_{i,t})) > 0$ ，表示乙方越努力，努力效果的成本就越高； $C_{22}(e_{i,t}, H_{i,t}(e_{i,t})) < 0$ ，表示乙方的努力边际成本是非负递增函数； $C_{21}(e_{i,t}, H_{i,t}(e_{i,t})) < 0$ ， $C_{221}(e_{i,t}, H_{i,t}(e_{i,t})) \leq 0$ ，表示乙方经营能力越高乙方努力的边际成本越小，不同类型的乙方之间的努力边际成本随着努力水平的增加而增加。

另外，假设对任意的 $e_{i,t}$ ，有以下等式成立：

$$C_2(e_{i,t}, 0) = C_{21}(e_{i,t}, 0) = 0 \quad (32)$$

$$C_2(e_{i,t}, \bar{H}) > 1 \quad (33)$$

(32) 和 (33) 保证了最优努力水平在 $[0, \bar{H}]$ 上存在唯一解。此时乙方的实际货币收入为：

$$\begin{aligned}
W &= S_{i,t}(e_{i,t}, T_{i,t}) - C(e_{i,t}, H_{i,t}(e_{i,t})) = \alpha(e_{i,t}) + [1 - \lambda'_{i,t}(e_{i,t})]T_{i,t} - C(e_{i,t}, H_{i,t}(e_{i,t})) \\
(34)
\end{aligned}$$

乙方的期望效用为：

$$Eu = -E(\exp(-\rho W)) = -\exp\left\{-\rho\left[EW - \frac{1}{2}\rho\text{Var}(W)\right]\right\} \quad (35)$$

$$\begin{aligned} EW - \frac{1}{2}\rho\text{Var}(W) &= EW - \frac{1}{2}\rho[1 - \lambda'_{i,t}(e_{i,t})]^2\sigma^2 \\ &= \alpha(e_{i,t}) + [1 - \lambda'_{i,t}(e_{i,t})]F(H_{i,t}, e_i) - C(e_{i,t}, H_{i,t}(e_{i,t})) - \frac{1}{2}\rho[1 - \lambda'_{i,t}(e_{i,t})]^2\sigma^2 \end{aligned} \quad (36)$$

其中， EW 是乙方的期望收入， $\frac{1}{2}\rho[1 - \lambda'_{i,t}(e_{i,t})]^2\sigma^2$ 是乙方的风险成本，当 $\lambda'_{i,t}=1$ 时风险成本为 0，这也验证了当 $\lambda'_{i,t}=1$ 时乙方完全不承担风险，风险全部转嫁给了甲方。乙方最大化期望效用函数 $Eu = -E(\exp(-\rho W))$ 等价于 (36) 的最大化确定性等价收入。

假设 \bar{W} 为乙方保留的营业收入水平，那么，如果确定性等价收入小于 \bar{W} ，乙方不会接受这份合同契约。因此，乙方的参与约束可以表示成如下形式：

$$\begin{aligned} EW - \frac{1}{2}\rho\text{Var}(W) &= EW - \frac{1}{2}\rho[1 - \lambda'_{i,t}(e_{i,t})]^2\sigma^2 \\ &= \alpha(e_{i,t}) + [1 - \lambda'_{i,t}(e_{i,t})]F(H_{i,t}, e_i) - C(e_{i,t}, H_{i,t}(e_{i,t})) - \frac{1}{2}\rho[1 - \lambda'_{i,t}(e_{i,t})]^2\sigma^2 \quad (37) \\ &\geq \bar{W} \end{aligned}$$

当乙方能力类型不可观测时，甲方为了诱使每个乙方都讲真话，甲方设计的最优合同契约要满足乙方的自由选择约束条件。即使乙方在此合同契约中可能获得的净收益高于在其他合同契约中可能获得的净收益。同理，当乙方的努力水平不可观测时，为了诱使每个乙方都能采取最优努力水平，甲方设计的最优合同契约也要满足乙方的激励相容约束，即使乙方获得的期望收益最大化（乙方得确定性等价收益最大化）。这两个约束可以表示为：

$$\max_{e_{i,t}, H_{i,t}(e_{i,t})} [EW - \frac{1}{2}\rho\text{Var}(W)] \quad (38)$$

于是，当乙方的能力类型和努力水平都不可观测时，甲方的问题是选择 $e_{i,t}$ 、 $\alpha(e_{i,t})$ 和 $\lambda'_{i,t}$ ，求解如下规划问题：

$$\max_{e_{i,t}, \alpha(e_{i,t}), \lambda'_{i,t}} E_V(T_{i,t} - S_{i,t}(e_{i,t}, T_{i,t})) = \int_{e_i^-}^{e_i^+} \int_0^{T_{i,t}} [\lambda'_{i,t}(e_{i,t})F(H_{i,t}, e_i) - \alpha(e_{i,t})] f(H_{i,t}, e_i) f(e_{i,t}) dT de$$

(39)

st.

$$\begin{aligned} EW - \frac{1}{2} \rho \text{Var}(W) &= EW - \frac{1}{2} \rho [1 - \lambda'_{i,t}(e_{i,t})]^2 \sigma^2 \\ &= \alpha(e_{i,t}) + [1 - \lambda'_{i,t}(e_{i,t})] F(H_{i,t}, e_i) - C(e_{i,t}, H_{i,t}(e_{i,t})) - \frac{1}{2} \rho [1 - \lambda'_{i,t}(e_{i,t})]^2 \sigma^2 \quad (40) \end{aligned}$$

$$\geq \bar{W}$$

$$e_{i,t}, H_{i,t}(e_{i,t}) \in \arg \left\{ \max_{e_{i,t}, H_{i,t}(e_{i,t})} [EW - \frac{1}{2} \rho \text{Var}(W)] \right\}$$

令:

$$\begin{aligned} A(e_{i,t}) &= \\ \alpha(e_{i,t}) + [1 - \lambda'_{i,t}(e_{i,t})] F(H_{i,t}, e_i) - C(e_{i,t}, H_{i,t}(e_{i,t})) - \frac{1}{2} \rho [1 - \lambda'_{i,t}(e_{i,t})]^2 \sigma^2 \quad (41) \end{aligned}$$

求解 (40) 中第二个自由选择约束一阶最优条件可得:

$$\lambda'_{i,t} = 1 - C_2(e_{i,t}, H_{i,t}(e_{i,t})) \quad (42)$$

$$A_{e_{i,t}}(e_{i,t}) = -C_{e_{i,t}}(e_{i,t}, H_{i,t}(e_{i,t})) \quad (\text{下标为导数}) \quad (43)$$

由 (40) 的两个约束条件得到:

$$\begin{aligned} A(e_{i,t}) &= \\ \alpha(e_{i,t}) + [1 - \lambda'_{i,t}(e_{i,t})] F(H_{i,t}, e_i) - C(e_{i,t}, H_{i,t}(e_{i,t})) - \frac{1}{2} \rho [1 - \lambda'_{i,t}(e_{i,t})]^2 \sigma^2 \\ &= \bar{W} - \int_{e_i^-}^{e_i^+} C_{e_{i,t}}(e_{i,t}, H_{i,t}(e_{i,t})) de \geq \bar{W} \end{aligned}$$

$$\text{并且, } A(e_{i,t}^-) = \bar{W}$$

将 (41) 代入到目标函数 (39) 得到问题 (42):

$$\begin{aligned}
& \max_{e_{i,t}, \alpha(e_{i,t}), \lambda'_{i,t}} E_V(T_{i,t} - S_{i,t}(e_{i,t}, T_{i,t})) \\
& = \int_{e_i^-}^{e_i^+} \int_0^{T_{i,t}} \left\{ F(H_{i,t}, e_i) - A(e_{i,t}) - C(e_{i,t}, H_{i,t}(e_{i,t})) - \frac{1}{2} \rho [1 - \lambda'_{i,t}(e_{i,t})]^2 \sigma^2 \right\} f(H_{i,t}, e_i) f(e_{i,t}) dT de \\
& s.t. \\
& A_{e_{i,t}}(e_{i,t}) = -C_{e_{i,t}}(e_{i,t}, H_{i,t}(e_{i,t})) \\
& A(e_{i,t}^-) = \bar{W}
\end{aligned}$$

于是上述问题 (42) 的哈密顿算子为:

$$\begin{aligned}
H & = \\
& \left\{ F(H_{i,t}, e_i) - A(e_{i,t}) - C(e_{i,t}, H_{i,t}(e_{i,t})) - \frac{1}{2} \rho [1 - \lambda'_{i,t}(e_{i,t})]^2 \sigma^2 \right\} f(H_{i,t}, e_i) f(e_{i,t}) \\
& - L_{e_{i,t}} C_{e_{i,t}}(e_{i,t}, H_{i,t}(e_{i,t})) \\
(43)
\end{aligned}$$

其中, $e_{i,t}$ 和 $F(H_{i,t}, e_i)$ 是控制变量, $A(e_{i,t})$ 为状态变量。上述最优化问题的必要条件为 (44) :

$$\begin{aligned}
H_{H_{i,t}} & = \left\{ [F_{H_{i,t}}(H_{i,t}, e_i) - C_{H_{i,t}}(e_{i,t}, H_{i,t}(e_{i,t}))] \right\} f(H_{i,t}, e_i) f(e_{i,t}) - L_{e_{i,t}} C_{e_{i,t}, H_{i,t}}(e_{i,t}, H_{i,t}(e_{i,t})) = 0 \\
H_A & = -f(H_{i,t}, e_i) f(e_{i,t})
\end{aligned}$$

$$\text{其中, } L(e_{i,t}) = -\int_{e_i^-}^{e_i^+} f(e_i) = -[1 - F(e_i)] < 0, L(e_{i,t}^+) = 0$$

由 (42)、(44) 可以得到 $H_{i,t}$ 、 $\lambda'_{i,t}$ 和 $\alpha(e_{i,t})$ 最优解分别为:

$$\lambda'_{i,t} = 1 - C_2(e_{i,t}, H_{i,t}(e_{i,t})) \quad (45)$$

$$1 - \lambda'_{i,t} - \rho \sigma^2 (C_2(e_{i,t}, H_{i,t}(e_{i,t}))) C_{22}(e_{i,t}, H_{i,t}(e_{i,t})) + K(e_{i,t}) C_{12}(e_{i,t}, H_{i,t}(e_{i,t})) \quad (46)$$

$$\begin{aligned}
\alpha(e_{i,t}) & = \\
& C(e_{i,t}, H_{i,t}(e_{i,t})) + (1 - \lambda'_{i,t}) \frac{1}{2} \rho [1 - \lambda'_{i,t}(e_{i,t})] \sigma^2 - (1 - \lambda'_{i,t}) H_{i,t} \quad (47) \\
& + \bar{W} - \int_{e_i^-}^{e_i^+} C_1(e_{i,t}, H_{i,t}(e_{i,t})) de
\end{aligned}$$

假设乙方的努力成本 $C(e_{i,t}, H_{i,t}(e_{i,t}))$ 作为一个显示表达式:

$$C(e_{i,t}, H_{i,t}(e_{i,t})) = \frac{bH_{i,t}^2}{2e_{i,t}} \quad (48)$$

这里参数 $b > 0$ 代表成本系数： b 越大，同样的努力和能力带来的负效应越大。那么 (45)、(46)、(47) 具有如下显示解：

$$H_{i,t}^* = \frac{e_{i,t}^2}{b[e_{i,t} + k(e_{i,t}) + b\rho\sigma^2]} \quad (49)$$

$$\lambda_{i,t}^* = \frac{e_{i,t}^2 - b^2[e_{i,t} + k(e_{i,t}) + b\rho\sigma^2]}{e_{i,t}^2} \quad (50)$$

$$\alpha^*(e_{i,t}) =$$

$$C(e_{i,t}, H_{i,t}(e_{i,t})) + (1 - \lambda_{i,t}') \frac{1}{2} \rho [1 - \lambda_{i,t}'(e_{i,t})] \sigma^2 - (1 - \lambda_{i,t}') H_{i,t} \quad (51)$$

$$+ W - \frac{be_{i,t}^2}{2} \left[\frac{1}{e_{i,t}^-} - \frac{1}{e_{i,t}^+} \right]$$

$$\text{由于 (19) 显示 } \lambda_{i,t}' = \frac{p_{i,t}'}{T_{i,t}} = \frac{w_{i,t} + \frac{d_{i,t}}{Q_{i,t}}(W_{i,t} - w_{i,t}) + \Delta_{i,t}}{T_{i,t}}, \text{ 结合 (50) 可以发现}$$

甲方可以通过乙方所属于的能力类型和规避风险的程度偏好来制定向乙方收取的罚金数额。

(51) 说明了乙方的固定收入部分由三个部分组成：一是努力成本 $C(e_{i,t}, H_{i,t}(e_{i,t}))$ ；二是中间项代表的风险补偿金；三是信息租金。是由于逆向选择的问题为确保乙方选择不同合同契约激励而产生的补偿。

综上分析可知，甲方为了甄别出乙方的真实能力，同时又为了使其在签合同契约后努力工作。在设计激励机制时，通常会对乙方的能力类型 $e_{i,t}$ 、风险率 $k(e_{i,t})$ 、努力成本 b 、风险规避系数 ρ 或外生变量方差 σ^2 等因素的综合考虑。

对于能力较强的乙方，一般接受一个较高的变量支付，获得一个较高的确定性等值和信息租金。能力越强的乙方更愿意努力工作，更愿意选择较高强度激励、低固定收入和风险小的项目。这样，一方面乙方可以通过选择甲方设计的一簇合同契约来显示自己的类型，另一方面甲方又可以根据乙方的选择结果来甄别

出乙方的真实能力与道德水平，从而避免了在乙方的选择过程中出现逆向选择与道德风险问题。

7. 研究结论

证券投资者保护基金是政府筹集资金缓解证券公司资金清算压力和实施宏观经济调控与现代金融管理的重要手段。在国际上证券投资者保护制度或称投资者赔偿机制，已经运行了 30 多年。这种机制已被许多国家所采纳，其主要目的是当证券经纪机构出现财政危机、清盘、关闭、破产等情况，而无法偿还证券投资者的投资资金时，给予中小投资者一定比例的补偿。

对投资者的赔偿主要通过证券投资者保护基金来实现的。有效地启动赔偿机制，可以避免部分证券公司在发生危机时导致投资者对市场失去信心，甚至引发进一步的市场动荡和危机。我们认为由于国内外情况不同，因此在具体赔偿环节上可以借鉴国外成熟经验，尤其在赔偿条件、赔偿对象、赔偿限额和比例、赔偿时限、偿付程序等方面做好基础工作。

设立证券投资者保护基金，是有关损失由政府“买单”转向市场化运作的一种进步，是与国际接轨的一种表现。证券投资者保护基金的积极性是毋庸置疑的，就证券投资者保护基金自身而言，它本质上仍是一种类似于存款保险的事后机制安排，其并不能从根本上防止证券公司破产或被行政关闭。

同商业银行存款保险制度一样，可能引发道德风险问题和逆向选择问题。实际上，逆向选择和道德风险问题并不是证券投资者保护基金制度本身造成的，相反，合理组织和运作的证券投资者保护基金，可以在一定程度上减少道德风险和逆向选择问题。

我们分析了证券投资者保护基金面临的道德风险和逆向选择问题。通过建立博弈分析模型，我们对证券公司可能采取的道德风险进行了定价。我们认为在证券市场上，只要按照下式向证券公司收取保护基金费用，就可以减少或避免道德风险的发生。

$$\lambda'_{i,t} = \frac{p'_{i,t}}{T_{i,t}} = \frac{w_{i,t} + \frac{d_{i,t}}{Q_{i,t}}(W_{i,t} - w_{i,t}) + \Delta_{i,t}}{T_{i,t}}$$

另外，通过建立激励机制设计模型，我们认为通过上式并结合（50）可以发现证券公司所属于的能力类型和规避风险的程度偏好来制定向其收取的罚金数额，这在一定程度上解决了逆向选择问题。

参考文献

- [1] 上海证券交易所“投资者保护国际研讨会”会议资料,《证券市场导报》,2002年第1期。
- [2] 刘洁,海外投资者保护基金制度及借鉴,《证券市场导报》,2005年8月。
- [3] 赵全厚、杨元杰,对我国建立证券投资者保护基金几个问题的认识《中国金融》,2005年第10期。
- [4] 廖凡,证券客户资产风险法律问题研究[D],北京大学法学院,2005,116。
- [5] 王保树,汤欣等,证券公司退出的法律机制[R],上海证券交易所上证联合研究计划第10期,2003,42。
- [6] 何德旭,刘海虹,陈红,关于构建中国证券投资者保护基金制度的设想,《海南金融》,2005年第10期。
- [7] 张敏聪,对投资者保护基金若干问题的思考,《广西金融研究》,2006年第6期。
- [8] 2007年5月份证券投资者保护基金统计月报第4页。
- [9] 曾康霖,《习惯的思维与理性的落差——简议道德风险与逆向选择》,中国金融半月刊。
- [10] 2007年第9期,胡建绩、陈立、陈连权“证券投资者保护基金的道德风险及控制”。
- [11] 陈高华,中国证券投资者保护基金制度相关经济主体的逆向选择问题,上海金融,2006年第6期。
- [12] 杨健,“对金融安全问题的几点思考和建议”,《内参选编》2006.9.20。
- [13] 杨健,“如何建立证券投资基金的风险预警体系”,《证券市场周刊》,2005-12。
- [14] 杨健,“关于国家金融风险防范体系的思考”,《宏观经济研究》,2002.6。
- [15] 威廉·唐纳森,证券业:加强市场监管,树立投资者信心.金融文献译丛.2005。
- [16] 伍永刚等:“我国证券公司退出机制研究”。转引自《中国证券市场发展前沿问题研究》,中国金融出版社,2003年。
- [17] 保护证券投资者立法资料选编,第一、二、三辑,中国证监会法律部,中国证券投资者保护基金公司,2006年1月。
- [18] 杨健编著,《证券投资基金指南—运作模式、绩效评估与风险管理》,中国

宇航出版社，2007年1月第一版。

[19] Standards and Rules For Harmonizing Core Conduct of Business Rules For Investor Protection。

[20] 孙曙伟著，《证券市场个人投资者权益保护制度研究—现代资本市场研究丛书》，中国金融出版社，2006年6月1日版。

[21] 傅浩，证券投资者赔偿制度国际比较研究[J].证券市场导报，2002年1月。

[22] 谢识予编著，《经济博弈论》，复旦大学出版社，2007年1月第3版。

公司名称	统计日期	统计日期证券公司客户证券交易结算资金、中小投资者数量及资产分布状况					统计日期证券公司中小投资者客户已经上市的A股流通市值账户分布																		
		客户证券交易结算资金数量	中小投资者数量	中小投资者资产总规模(元)	中小投资者账户平均规模(元)	实际中小投资者账户平均规模(元)*	1万元以下	占比%	1-5万元	占比%	5-10万元	占比%	10-50万元	占比%	50-100万元	占比%	100-500万元	占比%	500-1000万元	占比%	5000-10000万元	占比%	10000万元以上	占比%	合计%
南方证券																									
德恒证券																									
恒信证券																									
中富证券																									
汉唐证券																									
闽发证券																									
辽宁证券																									
大鹏证券																									
亚洲证券																									
北方证券																									
五洲证券																									
民安证券																									
武汉证券																									
甘肃证券																									
昆仑证券																									
广东证券																									
天勤证券																									
西北证券																									
华夏证券																									
兴安证券																									
河北证券																									
新疆证券																									
中关村证券																									
科技证券																									
天同证券																									
健桥证券																									
大通证券																									
第一证券																									
天一证券																									
巨田证券																									
中期证券 其它证券 公司等。																									
*注释: 扣除通货膨胀后实际余额																									