

摘 要

证券市场发展过程中，投资者的利益不断受到侵害，各国不断寻求保护投资者利益的方法和方式，法律的管制（如“蓝天法”）、建立独立的执法机构（如美国证券交易委员会）等等都成为其采取的政策措施。但是这些措施并没有有效地消除金融危机，投资者的利益仍然不断受到损害。发展中国家的投资者利益受到的侵害更大，很多学者通过研究中国和东欧的转型经济以及拉美等新兴市场后发现，这些国家和地区的投资者保护更不健全，对金融发展和经济增长造成了严重的障碍。

近年来，收购高风险证券公司的个人债权及客户交易结算资金，成为政府挽救证券行业和证券市场危机的主要手段，收购政策实质上是一种“政府救赎”行为，即在证券经营机构破产或陷入财政危机时，由政府出资，补偿投资者的非交易性资金损失。这种救赎行为的短期目标是维护金融市场稳定，恢复投资者信心，避免因证券市场的崩溃导致整个金融体系的失控，收购政策为政府补偿行为提供了法律法规和操作的依据；长期目标则是降低金融市场的道德风险，收购政策不仅仅是对投资者的事后补偿，作为金融市场法律法规和监管体系重要组成部分，事实上已经改变了证券市场各个参与主体对风险的识别和判断能力。

通过对证券投资者、证券从业人员、证券监管部门的人员以及研究证券市场的学者的问卷调查，综合运用政治、经济和社会等标准对目前的收购政策进行评价，本文认为收购政策作为投资者保护政策体系的基础，明确了基本的政策原则，其有力执行确保了国家法律法规的严肃性，为高风险证券公司的破产关闭解除了后顾之忧，收购政策的实施，有效维护了社会稳定，对投资者信心的恢复起了必要的作用。但是目前的收购政策更多地体现为一项应急性的政策，对于保护基金的动态运作，还缺乏前瞻性的考虑，同时收购政策侧重与对投资者损失的事后补救，对导致国家出资收购个人债权的违法违规行为的追溯惩治涉及不到。

因此，本文认为一方面完善立法，对导致证券公司破产的违法犯罪行为进行追溯处罚，另一方面，对投资者保护基金的规模进行动态管理，防止基金规模的过度扩张都是收购政策必需考虑的。

关键词：投资者、保护、收购、政策评价

目 录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 第一部分 投资者保护的理论研究 | 1 |
| 一、 导言 | 1 |
| 二、 为什么要保护投资者? | 3 |
| 三、 法律制度与投资者保护 | 6 |
| 四、 政府监管和投资者保护 | 7 |
| 五、 转型国家的投资者保护 | 10 |
| 第二部分 投资者保护的政策研究 | 13 |
| 一、 收购政策综述 | 14 |
| (一) 我国收购政策启动的背景 | 14 |
| 1.1 解决证券经营机构的兑付风险是直接原因 | 14 |
| 1.2 抑制证券市场的道德风险是深层次的原因 | 15 |
| (二) 收购政策的目标 | 16 |
| 2.1 短期目标: 维护金融市场稳定, 恢复投资者信心 | 16 |
| 2.2 长期目标: 降低金融市场的道德风险 | 16 |
| 2.2.1 收购政策对证券市场中的道德风险的抑制 | 16 |
| 2.2.2 证券经营机构的道德风险 | 18 |
| 2.2.3 投资者的道德风险 | 19 |
| (三) 中外证券证券市场投资者赔偿制度的差异 | 21 |
| 3.1 境外主要证券市场的投资者赔偿制度 | 21 |
| 3.2 境外金融市场收购政策和我国收购政策的差异 | 22 |
| 二、 评价收购政策的标准 | 24 |
| (一) 对收购政策的评价目标 | 24 |
| (二) 政策评价的一般标准 | 25 |
| (三) 评价收购政策适用的标准 | 25 |
| 1、 政治标准 | 25 |
| 1.1 政策的完善水平 | 25 |
| 1.2 政策的执行水平 | 25 |
| 2、 社会标准 | 26 |
| 2.1 对社会稳定的作用 | 26 |
| 2.2 对公众信心的维护 | 26 |
| 3、 经济标准 | 26 |
| 3.1 资金使用的覆盖面 | 26 |

| | |
|-----------------------------------|-----------|
| 3.2 资金使用的效率 | 26 |
| (四) 对收购政策的理论评价 | 26 |
| 1、有关政治标准的评价 | 26 |
| 2、有关社会标准的评价 | 27 |
| 3、有关经济标准的评价 | 27 |
| 三、对收购政策的公众调查 | 28 |
| (一) 样本的选择 | 28 |
| (二) 问卷内容 | 28 |
| (三) 问卷问题设计的依据 | 29 |
| (四) 公众调查的结果和分析 | 29 |
| 1、问卷发放和回收情况 | 29 |
| 2、调查结果和分析 | 30 |
| 四、对收购政策的全面评价和政策建议 | 32 |
| (一) 对收购政策的全面评价 | 32 |
| (二) 相关的政策建议 | 32 |
| 1、完善立法，对导致证券公司破产的违法犯罪行为进行追溯处罚。 .. | 32 |
| 2、对投资者保护基金的规模进行动态管理。 | 33 |
| 参 考 文 献..... | 34 |

第一部分 投资者保护的理论研究

一、 导言

投资者保护和金融系统发展以及经济增长之间的关系已经成为理论界的共识。早在 1719—1720 年南海和密西西比泡沫和 1636—1637 年的“郁金香热”的时期，投资者的利益受到极大的损害，但由于缺乏相应的保护措施，使得这种损害最终会影响到金融市场的发展（麦基，1852；金德尔伯格，1996）。吉斯特（1997）写道，从 18 世纪 90 年代开始，股票和债券的交易就得以发展，但那时小投资者得不到保护，只能成为当时的金融家的垫脚石。19 世纪 50 年代，美国历史上著名的铁路证券投机者丹尼尔·德鲁开始发行“掺水的股票”，比如爱尔兰铁路股票，号称“华尔街上的荡妇”。由于投资者保护的不到位，整个美国的金融和经济体系的健康受到严重影响。

由于证券市场发展过程中，投资者的利益不断受到侵害，所以 1911 年，美国的一些州为了有效防止证券欺诈，开始寻求法律的管制。堪萨斯州通过了一部著名的州证券法，这就是广为人知的蓝天法（Blue Sky Law）。其制定的目的就是为制止那些明目张胆得几乎“可以出卖蓝天中的房地产地皮”的股票骗子们的所作所为（塞利格曼，1995）。之后相继有 23 个州颁布了自己的证券管理法规。到 1933 年，美国联邦政府颁布了《证券法案》，1934 年颁布了《证券交易法案》，并在这些法律的基础上建立了美国证券交易委员会。这些法律和执法机构的建立构筑了一个相对比较完善的监管制度体系，并开始严格约束交易行为，“投资者保护”成为新的口号。因此，美国发达的金融市场和投资者保护的进步是密不可分的。特别是，由于不断的金融创新一方面活跃了金融市场，同时又给投资者带来了巨大的不确定性和风险，一些机构或者个人就会通过金融创新来掠夺投资者的利益。比如，庞奇（Ponzi）期权的骗局曾经导致投资者损失 7000 万美元。这就导致了美国监管体系的演变趋势是把监管的保护性职能集中在以家庭投资者和小型企业为主要客户的金融交易上（莫里斯，1999）。

尽管如此，金融史的研究表明，监管并没有有效消除金融危机，投资者的利益仍然受到损害，最典型的例子就是上个世纪后半叶发生的一系列事件，比如银

行业的巴林银行倒闭和美国储贷危机，证券市场上的安然和世通事件等。这些事件表明，即使在美国这样一个全球最发达的金融市场和监管体系的组合的经济体中，各种危及投资者利益的因素依旧存在，并且随时可能爆发。按照金融史学家的看法，一个原因是金融产品的过于复杂和双刃剑的作用（莫里斯，1999）；另一个原因可能是因为监管部门没有有效行使其权利（塞利格曼，1995）。

无论如何，从第一次金融危机到现在，我们仍然无法完全明白金融市场的活动机理以及投资者行为的全貌。对中国这种转型经济更是如此。很多学者通过研究中国和东欧的转型经济以及拉美等新型市场后发现，这些国家和地区的投资者保护更不健全，对金融发展和经济增长造成了严重的障碍。

究竟如何才能更有效的保护投资者呢？从现有的研究看，最开始詹森、麦克林、唐森、斯蒂格利茨等人从信息不对称出发，认为金融市场上各个参与主体之间存在严重的信息不对称，导致了事前的逆向选择和事后的道德风险，从而产生了信息优势的一方侵害信息劣势一方的现象。通常中小投资者都处于信息劣势，总是被其它参与人剥削，时间一久，这些投资者就不会参与金融市场，也就使得这些市场得不到发展，甚至出现崩溃。所以，只要这些信息不对称存在，就必须给中小投资者以有效保护。保护的最优途径就是合理设计金融契约，来实现各个参与人之间对市场秩序的自觉遵守。在这些分析基础上，哈特和威廉姆森等人发现，最优合同设计是不可能的，因为参与人是有限理性的，存在第三方不可证实性，所以合同不可能是完全的，给定这种不完全契约，那么保护投资者只能通过产权设计或者事后的治理机制的设计来实现。

不过，史莱佛等人发现，无论是完备契约还是不完备契约，其有效实施都需要相应的法律基础，法律制度对投资者保护的影响可能更为重要。于是史莱佛等人对法律和金融的关系进行了系统的经验研究，这些研究发现，不同法律的起源会决定各自的投资者保护程度以及相应的执法效率，从而影响到金融系统的发展。行为经济学家更是发现，一旦考虑到投资者的认知偏差等有限理性情况，过去以机构和市场稳定性为中心的监管系统设计可能存在严重的不足，必须通过对投资者本身行为的监管才能够解决现有的问题。

上述不同的理论分析就构成了投资者保护理论和经验研究的不同主题。总体上看，这些理论都给出了不同的分析角度，系统阐述了各自的理由。从现有的研究看，经济学家越来越认识到不同保护机制合理搭配的重要性，或者说，私人契

约、治理机制、法律制度以及行为监管相互之间存在某种替代或者互补关系，关键是如何发挥出这种互补性。如 Djankov 等人(2003)所指出的，不同制度之间替代和互补才是获得经济效率的关键。

二、为什么要保护投资者？

在完全竞争市场的假定下，信息是完备的，当事人是充分理性的，没有真正意义上的不确定性，也就不可能存在投资者保护问题。这是因为无论投资者是通过证券市场直接投资，还是通过银行等金融中介间接投资，都能够完全了解项目未来的现金流和风险，从而做出最优的投资决策，给定金融市场充分竞争，信息充分显示，要素充分流动，不存在交易成本，此时投资者能够得到的利益就是和其风险相匹配的收益。但是，充分竞争市场的假定和奈特早期对风险和不确定性的区分是相背离的，在奈特那儿，风险是可以估计的，而不确定性是无法估计的（参见奈特，1921），新古典经济学则把所有不确定性都转化为可以进行概率估计的风险，无论是采取客观概率还是采取主观概率，投资者总能对投资项目进行净现值的计算，从而准确知道其项目收益风险组合。

假如投资者真的做到这一点，那么就能够在交易中同样准确知道未来可能发生的每一种状态，并给出相应的应对方法，这样，投资者每一次决策就相当于和被投资方达成了一份完全契约，在该契约当中，就投资项目的每一项具体事务都能做出详尽的规定，从而不可能出现漏洞，也就不可能在未来可能出现再谈判。如果每个投资者都能和相应的被投资方缔结出这一系列的完备契约，那么所有完备契约的集合其实就是完全竞争金融市场的契约曲线，作为一般均衡而存在，这些契约就被称为“阿罗——德布鲁证券”。新古典经济学认为，一系列的完备契约能够解决所有金融市场的问题，根本不需要任何外在的制度和政府行政干预。那如何面对奈特的不确定性问题？新古典经济学又说，即使存在不确定性，也不影响完备契约的制定和执行。按照资产组合理论，只要采取适当的分散投资策略，那么所有非系统风险总是能够通过组合的方式化解，剩下的系统风险尽管无法化解（也就是奈特的不确定性），但对所有的金融市场参与者来说都是一样的，所以无需在合同中体现。这样，金融市场上的契约仍然是完备的。此时，金融市场作为一种定价机制必然有效，即价格波动只是暂时的，如果没有其它的任何额外

信息变化，那么价格就会趋于稳定的均衡，并真实显示公司的公平价值。

然而，Grossman 和 Hart（1980）证明，这种基于完备信息的市场根本不可能在现实生活中存在。他们认为，如果金融市场上信息是完备的，那么投资者就没有动力去搜寻信息，也就不可能存在市场交易。金融交易的形成来自投资者相互之间的禀赋、信念和偏好的差异性，只有那些花费代价获取信息的参与者才能够获得回报。因此，信息不完全正是市场存在的前提。格罗斯曼和斯蒂格利茨的这种理论早在施蒂格勒那儿就得到充分体现，施蒂格勒（1989，中译本）指出，市场上价格离散就是来自参与人对信息的搜寻，也就是说，信息是不完全的，信息是有价值的。如果承认这一点，新古典完备契约均衡就存在问题，阿罗-德布鲁证券能够被设计出来吗？

新古典完备契约的核心是缺乏对激励的考虑。格罗斯曼和斯蒂格利茨正是基于这一点，才能够断言信息是金融交易的核心。因为给定完备信息，市场参与人就没有了搜寻信息的激励，也就不可能参与市场。激励来自现实市场上的信息不完全，当然早期施蒂格勒没有明确指出其中的奥秘。对激励的重视要得益于莫里斯和阿克洛夫等人的开创研究，他们设想，如果存在信息不完全，那么就on能意味着参与人之间对信息的了解程度不一样，这就是所谓信息不对称，如果某些参与人对信息的了解比另一些参与人少会发生什么事？莫里斯（1974，1975，1976，参见张维迎编，1997）从税收机制的设计来讨论这个问题，在他看来，征税的过程中，纳税人和征税机关之间存在信息不对称，纳税人可能利用自己的信息优势来隐瞒课税收入来源，征税机关如果加大力度，尽管可能会发现这些信息，但会付出巨大的征税成本，所以关键问题在于合理设计税制，来激励纳税人主动缴税。在莫里斯看来，最优税制设计的核心是解决激励问题。Akerlof（1970）同样明白这一点，不过他更关心交易发生之前的信息不对称。给定一个二手车市场，车主拥有二手车的私人信息，买车人不了解，此时车主就可能采取隐瞒和欺骗，从而导致市场上充斥假冒伪劣的二手车，私人信息的滥用最终可能导致市场趋于崩溃。Spence（1973）在劳动市场上也发现了类似的二手车现象。Stiglitz 和 Weiss（1981）则侧重于金融市场的信息不对称可能带来的后果。

无论如何，信息不对称必然导致拥有信息优势（或者私人信息）的一方实施侵害交易对手利益的行为，在莫里斯那儿是道德风险，它来自交易后（事后）的信息不对称；在阿克洛夫那儿是逆向选择，它来自交易前（事前）的信息不对称。

这些侵害交易对手利益的行为都可能导致交易无法达成，从而损害所有各方的利益。如何解决这个问题？莫里斯给出了最优合同设计的思路，通过适度配置私人信息租金，来达到激励代理人的目的。阿克洛夫和斯彭斯等人则提出了信号理论，通过信号发送来甄别不同质量的产品，从而实现市场的秩序，比如阿克洛夫的二手车市场上，售后服务就是一个重要的信号；在斯彭斯的劳动市场上，教育就是一个有效的信号。

斯蒂格利茨和维斯的研究则首次开始对金融交易中缺乏信息者的利益保护的关注，可以说这是投资者保护理论的起点。比如在银行贷款交易中，拥有项目私人信息的企业可能向银行隐瞒信息，欺骗银行，银行是通过提高利率来获得相应的风险溢价，还是通过最优合同设计或者信号设计来激励企业显示私人信息？对于前者而言，当市场上混同高风险企业和低风险企业的时候，如果银行提高利率，那么只有那些高风险企业才愿意接受，这样利率上升的结果就会导致低风险企业被逐出市场，均衡的时候，想得到贷款的企业得不到贷款，这就导致了著名的“信贷配给”（Credit Rationing）问题。信贷市场的情形在股票市场同样会发生。在金融市场上，私人信息的存在使得信息搜寻成为市场交易最为关键的问题，搜寻信息需要付费，这一成本可能使市场发生分割，导致竞争者的有效数目会远远少于完全信息下所需的竞争者数目。或者说，信息成本相当于一个进入壁垒，把本可以充分竞争的金融市场转换成了不完全竞争市场。价格机制失灵了。在这种情况下，处于信息弱势的一方就不可避免地被信息优势一方剥削。按照斯蒂格利茨等人的看法，在不完全的金融市场上，金融机构更多地借助非价格机制来筛选和控制借款人，结果经济中只存在非市场出清的均衡。

在斯蒂格利茨等人看来，信贷配给意味着投资者的损失，所以需要一些措施来对其保护，但在信息不对称条件下，这些措施无法通过市场来自动实施，所以需要借助某些非市场手段，或者说数量机制。比如担保、贷款规模控制、客户分类和信用评级等，一旦银行自身无法实施这些数量机制，可以借助某些第三方，比如担保公司、信用评级机构等，这些第三方中介机构能够专业性的从事信息披露工作，从而提高市场的透明度，弱化市场的信息不完全和不对称现象。对股票市场而言，道理也是一样的，由于可能存在某些逆向选择和道德风险，公司也会欺骗投资者，从而导致股票市场上的数量管制，比如设置发行门槛、信用评级等，而这些同样可以借助第三方中介来完成。当然，如果第三方中介无法完成，就需

要借助一个强制机关——政府。这一点我们在后面进一步讨论。

无论如何，只要给定市场上存在的普遍的信息不完全和不对称，那么间接融资工具和直接融资工具所构成的金融市场上，无论哪一类投资者的利益都可能受到私人信息的侵害，而这种侵害又无法通过价格机制来自动修复，所以只能求助于数量管制等非价格机制，这就是投资者保护的缘起。至于这些非价格机制是由第三方中介实施，还是由政府实施，取决于没有种机制的交易成本（威廉姆森，1985）。

三、法律制度与投资者保护

无论是完备合同还是不完备合同，都假定了一个同质的法律制度的存在，从而无需考虑合同执行中可能存在的交易成本问题。但事实上，不同的法律制度会影响合同的执行效率，即使对完备合同也是如此。科斯（1993）在其 1960 年的重要文献《社会成本问题》中明确指出，当假定交易成本为零时，权利的界定才不会影响资源配置的效率。科斯定理不过是从一个最理想的层面解释了经济中权利安排和资源配置的关系，相应的，现实社会中，交易成本不可能为零，所以权利安排就变得非常重要。不同的权利安排体现在各自的法律和政治制度上，这意味着，在金融资源的配置方面，现实的法律和政治制度肯定会起到重要作用。

史莱佛等人通过对法律制度进行量化，从全球通行的两大法系——成文法和习惯法——着手，深入探讨了法律和金融的关系，尤其是他们证明，不同的法律起源对投资者保护程度完全不同，从而导致整体的资源配置效率差别很大。1998 年，史莱佛和拉伯塔等人合作，在《金融学》杂志上发表了一篇重要论文“法律和金融”，引发了法律制度和金融发展的热烈讨论。在这篇论文中（通常对这四个合作者简称为 LLSV），LLSV（1998）以 49 个国家为样本，重点考察了法律对投资者保护的差别，以及这种差别可能对这些国家金融发展和经济绩效的影响。他们按照成文法和习惯法两大法律传统对不同的投资者权利保护进行了区分和界定。成文法又称大陆法，源自罗马法，其特点是由专家制定完备的法律，然后由法官执行，该法系又可分为法国法系（法国、意大利等）、德国法系（德国、日本等）和斯堪德纳维亚法系（瑞典等斯堪迪纳维亚国家）三个子系。与此相对应，习惯法又称为普通法，其特点是法官能够根据具体的事件做出自己的判断，

并据此形成判例，作为其它类似事件的判定依据，其中陪审团制度起着重要的作用。习惯法系国家以美国和英国为代表，所以也称为英美法系。Glaeser 和 Shleifer (2001) 详细解释了不同法系的渊源问题。史莱佛等人把其对投资者保护的度量数据以及法律和金融的逻辑分析框架运用到公司融资、公司治理、公司价值和股权市场等各方面，其总体结果基本保持一致，即投资者保护越好的地方，外部融资越发达，金融市场深度和宽度越大，公司治理越先进，公司价值越高。

四、政府监管和投资者保护

如上所说，法律不完备导致对金融监管的需要，在信贷市场上，对投资者利益最大的威胁就是银行的不恰当经营导致金融风险，一旦投资者开始挤兑，那么就会发生金融危机。或者出现了难以化解的外部负向冲击，使得经济剧烈波动，导致银行很难通过风险管理来加以应对。在这种情况下，法律似乎无法起到保护投资者的作用，必须通过政府行政干预，一方面采取许可制度，建立类似巴塞耳协议这类的门槛标准，来强制实施银行的安全资产标准；另一方面，通过建立包括最后贷款人制度等在内的金融安全网，来约束银行的日常经营行为，从而为投资者提供一个风险控制的良好体系；最后，如果出现危机，政府通过行政手段，实施危机应对政策，通常通过货币政策和救助政策来保障投资者利益。这样，通过多重的行政管制，银行能够提供安全的服务。而在证券市场上，政府强制实施进入门槛，主要是会计标准和信息披露标准，并对拟上市公司进行合规审查或者实质审查，并且在公司上市以后，通过两个方面来对市场实施有效监督：一是监控市场交易活动，防范内幕交易，审查和处理股价和交易量的异常波动；二是对涉嫌内幕交易和不实信息披露的当事人进行行政审查和处理，并配合法院进行司法处置。尽管银行监管和证券市场监管存在很大的差别(Allen 和 Herring, 2002)，但核心都是通过行政手段的实施，来弥补法律的不足，以更有效的保护投资者的利益。

那么是否意味着金融监管必然会有效保护投资者利益呢？施蒂格勒（1975）通过对美国证券管制的实证研究表明，表面上看，似乎金融监管降低了市场的风险，但带来了更大的损失，那就是对潜在进入者的限制，不仅降低了市场的竞争度，而且还可能限制创新，阻碍新企业的发展。多德（1996）通过对金融史的研究

究表明，美国、加拿大和苏格兰等地自由银行业时代尽管没有监管，但资本充足率很高，破产概率很低。

Kroszner(1999, 2000, 2001)在一系列的论文中，用数据解释了美国银行业管制的变革缘由，在他看来，银行业管制变革无非是利益集体竞争的结果，这一点正好符合管制经济学中的利益集团理论，在这些理论中，政府的管制行为被理解成寻租，或者利益集团游说和院外活动，或者政治家追求自身的某种利益目标等的结果，在这些假定下，政府管制很难带来社会最优结果，更多的不过是起着利益再分配的作用，而这种再分配是利益从普通人手中转移到权利集团手中（施莱弗和维什尼，1998；史普博，1999）。因此，以此类推，在金融市场上，政府的管制并不是出于保护投资者的目的，而是出于更多设租的目的，通过管制掠夺金融资源。由于管制过程中，政府经常被利益集团俘获，所以投资者保护很难起到应有的效果。

La Porta 等人（2006）在原先的 LLSV 法律和金融理论的基础上，以 49 个国家和地区的数据为样本，详细研究了证券法在这些国家和地区所起的作用。通过对证券法的分析，拉伯塔等人认为，证券法对投资者保护最重要的部分是三大块：信息披露、责任标准和公共司法，同时，补充其它权利的界定，基于这些分类，通过调查数据的处理，对这些权利类别分别进行了度量，具体如下表。

证券市场监管指数

| 类别 | 习惯法系（均值） | 法国法系（均值） | 德国法系（均值） | 斯堪迪纳维亚法系（均值） | 样本均值 |
|--------|----------|----------|----------|--------------|------|
| 披露要求 | 0.78 | 0.45 | 0.60 | 0.56 | 0.60 |
| 责任标准 | 0.58 | 0.39 | 0.42 | 0.47 | 0.47 |
| 监管机构特点 | 0.48 | 0.52 | 0.28 | 0.17 | 0.45 |
| 规则制定权 | 0.67 | 0.79 | 0.33 | 0.50 | 0.66 |
| 调查权 | 0.75 | 0.64 | 0.17 | 0.31 | 0.60 |
| 法院决议 | 0.57 | 0.32 | 0.04 | 0.38 | 0.38 |
| 刑事制裁 | 0.65 | 0.40 | 0.42 | 0.52 | 0.50 |
| 公共执法 | 0.62 | 0.53 | 0.25 | 0.38 | 0.52 |

资料来源：La Porta 等人（2006）。中译本参见《比较》第 23 期，吴飞、郭雳译。

从上表可以看出，在信息披露方面，习惯法系最好，德国法系第二，斯堪迪

纳维亚法系第三，法国法系最差；从责任标准来看，以此是习惯法系、斯堪迪纳维亚法系、德国法系和法国法系。按照拉伯塔等人的观点，证券市场监管中，证券法的设计基础就是保护市场竞争，而信息披露和责任标准就是确保市场秩序的基本规则，这一点符合通常的证券法的理解。在证券法中，通常把信息区分为两类，一类是投资者在从事投资时必须了解的，法律强制要求发行人披露，比如公司的基本情况、会计信息和业务合同的合法性等；另一类是投资者非必需的，但也可能是重要的，法律允许发行人自愿披露，比如盈利预测等。通过强制信息披露，使得发行人在面对投资者时，一个最基本的问题是实话实说，法律在最大程度上降低证券市场上的信息不对称问题。责任标准在于，信息披露的规范以及相应辅助工作必须对应相应的法律责任，如果存在信息披露不实、不完整或者不准确，那么就可以追究当事人的责任，在证券法中，围绕证券发行的一系列当事人，即发行人、承销商、会计师和律师，都对相关责任做出明确的界定。可以说，信息披露和责任标准的完备和合理决定了证券市场的发达程度。对信贷市场来说，情况类似，法律对银行的信息披露和责任标准也做出了一系列具体的规定，特别是准备金持有标准和风险管理细则。关于金融监管的要义参见杰克逊和西蒙斯（1999）。同时，在信息披露和责任标准的基础上，为了保证规则的可执行性，法律赋予证券监管部门行政执法权利，即公共执法问题。通常在证券市场上，设置证监会等类似机构行使公共执法职能；在信贷市场上，设置银监会等类似机构行使银行业的公共执法职能。

基于以上这些看法，拉伯塔等人首先检验了信息披露和责任标准的重要性。在他们看来，这两个标准才是保护市场的，而不是干预市场的，或者说，这两个标准实际上是基于法律制度的，和政府行为无关。通过交易所等私人机构同样能够行使这两种职能。他们的检验结果发现，信息披露和责任标准对投资者保护影响巨大，同时和证券市场的发达程度正相关。表中数据显示，习惯法国家这两项指标最高，而法国法系最低。这正好符合 LLSV 的分析。同时，他们在检验方程中又进一步引入公共执法，发现尽管习惯法国家和地区公共执法水平也同样最高，但对投资者保护和证券市场发展的作用却很少。对比法国法系，该法系在其它两项指数最低，但恰恰在公共执法上指数最高，正好说明公共执法的低效率，因为法国法系国家和地区金融市场是最不发达的。那么如何解释习惯法系的高公共执法指数？拉伯塔等人推测，可能是在于这些国家和地区已经有了发达的法

律制度作为基础，使得政府管制能够更有效的运行。

拉伯塔等人的检验结果明确表明，单独的市场力量不足以支持市场的繁荣，好的市场必须依托各种好的制度；在这些制度安排中，保护和促进市场秩序的制度更有效，比如强调信息披露和责任标准，这一点也和施莱弗和维什尼（1998）对政府行为的研究结果类似，在那儿，他们认为政府行为必须以促进市场为核心，才能够获得好的结果。同样，在银行业也是如此，Barth, Caprio 和 Levine（2003）的检验结果发现，私人监督和银行业规模成正比，这同样意味着公共执法是不重要的。这些研究都否定了政府行政干预的积极作用，这一点是对皮斯托和许成钢的理论的有利反驳。Glaeser, Johnson 和 Shleifer（2001）以捷克和波兰等东欧国家的证券市场发展为研究对象，发现捷克由于实施了强有力的证券市场监管，执法到位，所以才有了健康发展的证券市场。但在这篇文章中，他们并没有表明，政府行政管制究竟起到多大作用？

Bergman 和 Nicolaievsky（2004）研究了墨西哥的投资者保护和政府监管的关系，他们的经验研究发现，对于那些没有上市的企业来说，由于法律并没有对这些企业的投资者提供有力保护，所以企业自身在竞争的压力下，反而主动制定了一系列投资者保护措施，而且这些措施的标准高于墨西哥的有关法律规定；相反，对于公众公司来说，尽管法律提供了投资者保护的基本标准，但公司本身几乎没有采取任何保护投资者的措施。所以他们认为，在市场竞争的环境下，私人合同和政府监管之间存在某种替代关系。这一点在拉伯塔等人那儿正好相反，习惯法系的数据表明，私人合同和政府公共执法之间存在互补关系。尽管如此，Romano（1998）并不满意美国的公共执法，他认为美国证券法从 1933 年和 1937 年立法以来，宗旨是贯彻联邦主义精神，寻求在一个联邦法律的共同约束下，各州采取竞争性的法律，即整个监管体系应该是内容竞争的，而后来的法律修订和管制模式变革都严重背离了这一竞争原则。对比拉伯塔等人的分析，可以推测，也许正是美国监管体系中还存在一点竞争，所以才能实现法律和行政管制的互补，而在其它国家由于没有管制竞争，所以两者之间存在替代。

五、转型国家的投资者保护

经济学家一般都承认，对转型经济来说，从计划向市场的转型实际上就是一

个市场的逐步发育过程,在这个过程中,有效市场假说自然无法作为分析的基础,但这不等于有效市场假说的理论逻辑无法使用,因为市场机制具有共性,即使在转型的市场中,价格的信息功能还是始终存在的,只不过转型市场上信息不对称问题更为严重,所以前述私人合同、法律制度和公共执法可能更为需要科学设计。

问题在于,即使投资者保护的基本原则不变,但如果市场的制度基础不同,投资者保护的具体制度安排就可能千差万别。La Porta 等(1999)首先研究了不同国家和地区的所有权结构的差异性,他们以 27 个最富裕国家和地区的最大公司作为样本,详细统计分析了这些公司的最终所有权结构,这项研究有一个重大发现,那就是很多公司呈现出一种金字塔结构,最终所有权人仅仅用很少的资本就可能控制巨大的公司资源。比如,甲设立公司 A,然后以 A 公司的资产作为资本和其它投资者共同出资组建新的公司 B,其中甲占 50%;然后 B 公司又创建 C 公司,B 公司在其中占 60%的股份,由于甲处于控股地位,所以能够获得多数 B 和 C 公司的控制权。甲能够获得 C 公司多少现金流权利呢?30%!也就是说,甲通过较少的资本就能够控制较大的公司资产,但这就出现了公司控制权和现金流要求权的不对称!于是 Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes 和 Shleifer (2000)提出了一个概念——“隧道(tunneling)”,即由于处于控制权地位的甲获得的现金流要求权要相对较少,他就可能利用控制权地位掠夺 C 公司的资产,从而剥削 C 公司的其它少数股东。在这些学者看来,金字塔公司结构就好比是剥削中小投资者的制度武器,是控制股东掠夺公司资源的法宝。通常的隧道效应表现在出售资产、内部转移定价、超常分红、担保等等。

这种金字塔结构在亚洲的公司最为常见。Claessens 等(2003)详细研究了亚洲公司的所有权和控制的分离问题;Faccio 等(2001)进一步研究了欧洲的所有权分布,在这些数据的基础上,Faccio 和 Lang(2002)从股息分配着手,讨论了控制股东对中小投资者的剥削问题,他们的研究发现,亚洲公司的确存在着隧道效应。

除了隧道效应以外,一些学者还发现了反向的隧道现象,即“救济(propping)”。Obata(2001)发现,如果投资者保护较弱,一旦企业出现财务危机,就很难获得投资者的谅解,此时金字塔结构能够有效对危机企业实施救济,比如注资、注入资产、承担债务等等。Friedman 等(2003)认为,企业家的确可能企业在危机时进行救助,但到底是采取隧道还是采取救济?这要看控股股东的

成本收益权衡。Riyanto 和 Toolsema (2004) 最近指出, 是否隧道还是救济取决于企业集团内部的金字塔结构, 如果是垂直型的, 就会产生控制权和现金要求权的分离和不对称, 那么隧道效应就会出现; 如果是水平型的, 则不会。并且他们证明, 投资者短视是金字塔结构出现隧道的必要条件。

我国的金融系统的兴起和发展 and 改革开放的大趋势和路径是内在一致的, 当经济呈现出令人瞩目的高速增长成绩时, 金融系统参与其中, 起到重要的作用。问题在于, 我国的金融系统实现效率了吗? 这一点必须从投资者保护角度进行回答。按照前述理论, 投资者保护程度的高低直接决定了金融发展和经济增长, 所以对投资者保护程度与经济金融发展的关系的研究, 就成为学者的重中之重。艾伦、钱军和钱美君 (Allen, Qian 和 Qian, 2002) 在 LLSV 的范式基础上, 深入讨论了中国金融市场上的投资者保护和金融发展及经济发展的关系, 中国金融市场上投资者保护较差, 法律很不健全, 这就影响到国有部门和上市公司, 导致这些部门增长缓慢或者负增长。刘俏等人 (Liu and Lu, 2004) 详细研究了 1999—2001 年间中国 A 股市场上市公司的收益管理和投资者保护情况, 发现控制股东通过收益管理来实施隧道行为的证据, 但同时也显示, 随着公司治理水平的发展, 收益管理程度在下降。这一点符合其它国家和地区的情形。周业安 (2006), 则从投资者有限理性出发, 提出了一个政府管制变迁的讨好模型, 认为投资者是由不同群体构成, 其中散户是一个短视的风险回避的群体, 其利益最容易受到损害, 和 Choi 等人的观点类似, 真正需要管制的是这些投资者, 但和 Choi 的理论逻辑不同, 周业安认为, 给定政府作为监管者认识到这些投资者的行为特征, 从政治利益最大化出发, 可能并不会采取有利于市场效率改进的监管措施, 而是会采取讨好投资者的政策, 从而导致监管对市场真实均衡水平的偏离。也就是说, 监管者的讨好会放大投资者认知偏差的负面后果。从这个角度看, 与其说监管是利益集团的产物, 还不如说是讨好投资者的产物。

第二部分 投资者保护的政策研究

对高风险证券公司个人债权及客户交易结算资金收购政策的评价

收购高风险证券公司的个人债权及客户交易结算资金，是政府挽救近年来证券行业和证券市场危机的主要手段，也是中国证券投资基金公司成立之初的主要工作。目前，收购高风险证券公司的个人债权及客户交易结算资金政策（以下简称“收购政策”）已经初见成效，但同时也衍生出了一些问题。因此，需要在总结前期工作的基础上，评估政策效果，分析现实的和潜在的问题，完善收购政策的定位。本次研究即从公共政策分析的角度对收购政策进行总结和评价。

收购政策的实质上是一种“政府救赎”行为，即在证券经营机构破产或陷入财政危机时，由政府出资，补偿投资者的非交易性资金损失。从全球范围看，证券投资者保护基金是政策的执行机构。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。从全球范围来看，证券投资者保护基金多是在证券经营机构危机频发，大量中小投资者出现现实和潜在的资金损失，投资者对证券市场乃至金融市场的信心严重受挫时，由政府推动或主导创立的非盈利性机构。

我国证券投资者保护基金首先就是为解决证券公司的兑付危机而成立的，造成危机的主要原因是证券公司的违法违规经营。在证券市场上，道德风险和逆向选择行为普遍存在，作为劣势方的中小投资者的利益很容易受到作为优势方的券商的不当行为的侵害。从根本上讲，完善的法律和监管体系是保护投资者利益的基础，但在法律保护和监管能力较弱的情况下，部分中小投资者的资金不可避免地受到了损失。这些由于制度缺陷导致的中小投资者的损失，即需要由政府出面组织资金，通过收购债权，全部或部分地予以补偿，这是维护市场稳定乃至社会安全的必然选择。

现有的研究基本上都集中在金融机构（如证券公司）的道德风险上，研究者大多认为投资者总是作为劣势的一方，在道德风险出现时承担损失。事实上，投资者的道德风险也非常值得关注：由于投资者预期证券业的崩溃可能蔓延至系统性银行体系或支付体系，危及金融市场整体的安全和稳定，国家将不计成本地动用公共资源偿付证券公司的债权，从而降低自身对于投资风险的评估，追逐证券公司承诺的高额回报。因此，投资者的道德风险本质上是对公共资源的滥用。由

于政府对金融市场的安全承担了必要责任，金融风险的系统性和金融企业高负债的财务特性决定了金融稳定和投资者的信心高度相关。在人数众多的投资者遭受损失，相关案件受到舆论广泛关注时，政府就不得不对此作出反应，包括动用公共资源维护社会的稳定。因此，尽管作为个体的投资者一般是弱势的一方，但作为群体的投资者却经常能够获得优势，政府在某些时候反而成为弱势方，公共资源被滥用的风险随之增加。

收购制度对两方面的道德风险都起到了抑制作用。一方面，由于存在证券机构的道德风险，必须建立良好的破产机制，高风险证券公司退出证券市场，相关的人员则受到惩戒和处置，但由此导致的金融市场的安全隐患由政府出资加以消除。另一方面，收购政策明确了政府对投资者采取有限补偿的制度，投资者也为自身的道德风险承担了相应的责任，部分机构投资者本身就是道德风险的制造者，自然不应获得由公共资源提供的补偿。收购政策设计的原则，是在金融稳定和低风险道德风险之间寻求平衡。

然而，从长远看，过于依赖政府注资的方式反而不利于投资者保护体系的完善。首先，对投资者最为有效的保护还是在于基础性的制度建设，强化投资者的风险意识，并引导投资者的自律，政府注资反而会弱化投资者对风险的判断能力。其次，在集中性的危机缓解后，维护保护基金功能的资金仍需要来自证券市场本身。因此，需要一种市场化的机制来应对无法避免的行业风险，保护中小投资者的利益。

一、收购政策综述

（一）我国收购政策启动的背景

1.1 解决证券经营机构的兑付风险是直接原因

中国证券市场建立以来，证券经营机构违规经营的现象即长期存在，证券机构因经营不善而破产关闭或被其他机构托管的案件也屡有发生，如“万国证券”、“中经开”、“君安证券”等在当时的证券市场颇具影响力的证券经营机构都已经不复存在。2000年前，由于证券市场的总体规模相对较小，同时政府全面介入高风险证券机构的处置，并全额收购个人债权，证券机构破产导致的社会影响并不十分显著。

2000 年前后证券市场的高速发展直接带来了证券机构数量和规模的急剧膨胀,但保障证券市场健康成长的基础性的法律和制度建设并没有跟上,道德风险成为证券市场的普遍现象。证券公司挪用客户保证金用于自营或申购新股、以固定回报的形式承接委托理财业务、直接为三方监管提供担保等明显违规的现象在行业内普遍存在,即便是一些风险意识相对较强的券商也将上述行为视为行业惯例,证券市场累积了巨大的潜在风险。

2001 年后,证券市场的持续下跌使得大量的风险浮出水面。南方证券、大鹏证券、德隆系公司、金华信托等证券经营机构的破产都导致高达数十亿元的个人债权出现兑付危机,规模远远超过了上世纪的个案,造成了巨大的社会影响。由于需要由政府出资补偿破产证券机构个人债权的案件频繁出现,金融市场迫切需要相关的法规对此作出规范。

2004 年 10 月,人民银行、财政部、银监会、证监会等四部委联合发布了《个人债权即客户交易结算资金收购意见》(以下简称《收购意见》),明确规定 2004 年 9 月 30 日以前发生的收购范围内的个人债权(个人储蓄和客户交易结算资金除外)10 万元以内全额收购、10 万元以上部分按九折收购。随后,针对《收购意见》实施过程中的有关问题,《个人债权及客户交易结算资金收购实施办法》(以下简称《实施办法》)、《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》(以下简称《收购通知》)相继出台,个人债权及客户交易结算资金收购的政策体系基本形成。收购政策成为解决证券机构兑付危机的指导性政策。

2005 年 8 月,中国证券投资者保护基金有限责任公司组建成立,同年 10 月修订通过的《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”。这从法律层面明确了证券投资者保护基金的定位和职能,保护基金公司也成为执行收购政策的常设机构。

可见,收购政策出台的直接背景是证券经营机构的兑付危机成为普遍现象,必须由政府出资补偿个人投资者的损失,以恢复投资者对证券市场的信心,避免因证券市场的崩溃导致整个金融体系的失控。收购政策为政府补偿行为提供了法律法规和操作的依据。

1.2 抑制证券市场的道德风险是深层次的原因

从全球范围来看,政府的资金补偿主要用于投资者的非交易性行为,对由于证券市场的波动导致的损失则不予补偿。在证券市场上,道德风险和逆向选择行为普遍存在,作为劣势方的中小投资者的利益很容易受到作为优势方的证券机构或上市公司的不当行为的侵害。当违法违规一方的清算资金不足以补偿受害一方的损失时,即需要政府资金的救助。从目前的实践看,政府的资金补偿也严格限定在由于证券机构违法违规经营造成的投资者的资金损失上。

然而,政府补偿也带来了一些负面影响,事实上加剧了证券市场的道德风险。比如投资者过度依赖政府的补偿而弱化了对投资风险必要的判断能力;一些机构投资者尽管意识到了委托券商理财的高风险,但为追逐高回报铤而走险,在券商破产后搭政府赔付的便车。收购政策将收购范围限定在个人债权,并将超过 10 万元金额的偿付比例确定为九成,明确了个人债权的甄别流程,这些都有效地抑制了道德风险。

目前的收购政策不仅仅是对投资者的事后补偿,作为金融市场法律法规和监管体系重要组成部分,事实上已经改变了证券市场各个参与主体对风险的识别和判断能力。作为收购政策执行机构的证券投资者保护基金,也不仅仅是政府资金的兑付者。保护基金利用在处置破产证券机构过程中积累的经验 and 发现的问题,协助立法、司法和监管部门不断完善证券市场的法律和监管体系,已经成为证券市场基础建设中重要的支持机构。

（二）收购政策的目标

2.1 短期目标：维护金融市场稳定，恢复投资者信心

从收购政策实施的情况看,上述目标已经取得了明显的效果。2004 年 10 月,收购意见出台,对客户交易保证金和个人债权的保护得到了法规的明确支持;2005 年 8 月,中国证券投资者保护基金的成立,对投资者的保护有了稳定的资金支持。以上政策的出台,配合发展金融市场一系列其他政策和人民币升值的大背景,2004 年-2005 年间,A 股市场反复筑底,从 2005 年下半年起,开始了持续的牛市行情,证券投资者的信心得到了全面的恢复。

2.2 长期目标：降低金融市场的道德风险

2.2.1 收购政策对证券市场中的道德风险的抑制

在目前的研究中,对道德风险(Moral hazard)的定义是指代理人(泛指信息优势方)受自利本能的驱使,利用制度漏洞和拥有的信息优势,追求自身效用

最大化而损害委托人（泛指信息劣势方）或其他代理人效用所带来的风险。金融道德风险则是指从事金融活动的人在最大限度地增进自身效用时，做出不利于他人的行为，并且是一种不易为人发现的隐蔽行为，即金融机构和金融从业者由于违反道德规范和法纪约束的行为而造成的风险。

现有的研究基本上都集中在金融机构（如证券公司）的道德风险上，研究者大多认为投资者总是作为劣势的一方，在道德风险出现时承担损失。事实上，投资者的道德风险也非常值得关注：由于投资者预期证券业的崩溃可能蔓延至系统性银行体系或支付体系，危及金融市场整体的安全和稳定，国家将不计成本地动用公共资源偿付证券公司的债权，从而降低自身对于投资风险的评价，追逐证券公司承诺的高额回报。周小川（2004）从银行体系的角度对道德风险的应用做了一定的总结，他认为：金融稳定与道德风险具有相互关联性，由于系统性银行体系或支付体系的不稳定造成的社会和经济成本是灾难性的，因此需要金融安全网，但金融安全网的设计与运行偏差将导致金融机构道德风险倾向更高，从而进一步降低金融稳定，因此在机制设计上要追求高金融稳定和低道德风险的平衡。道德风险与金融稳定之间具有以下的关系：第一，预期关系。金融危机的成本过高导致多种形式的金融安全网成为一种公共品，对公共品的滥用必然引发道德风险。第二，激励不相容关系。具体制度设计的不完备造成金融机构存在积极性钻制度安排的空子导致道德风险或逆向选择。第三，软性体制（文化）关系，由文化因素引发的关系型融资道德风险同样会引发金融不稳定。对于以上问题的解决，他认为良好的破产机制是保持金融稳定，防范道德风险的突破口，同时要建立优胜劣汰的激励机制。总之要给出这样的信号：差的金融机构一定会收到惩戒和处置，甚至被淘汰出局。并且让储蓄者和投资者了解自己承担的风险，加强市场约束力，同市场约束及宏观调控结合，发挥作用。

以上研究同样可以借鉴到证券市场，投资者的道德风险本质上是对公共资源的滥用。由于政府对金融市场的安全承担了必要责任，金融风险的系统性和金融企业高负债的财务特性决定了金融稳定和投资者的信心高度相关。在人数众多的投资者遭受损失，相关案件受到舆论广泛关注时，政府就不得不对此作出反应，包括动用公共资源维护社会的稳定。因此，尽管作为个体的投资者一般是弱势的一方，但作为群体的投资者却经常能够获得优势，政府在某些时候反而成为弱势方，公共资源被滥用的风险随之增加。

收购制度对两方面的道德风险都起到了抑制作用。一方面，由于存在证券机构的道德风险，必须建立良好的破产机制，高风险证券公司退出证券市场，相关的人员则受到惩戒和处置，但由此导致的金融市场的安全隐患由政府出资加以消除。另一方面，收购政策明确了政府对投资者采取有限补偿的制度，投资者也为自身的道德风险承担了相应的责任，部分机构投资者本身就是道德风险的制造者，自然不应获得由公共资源提供的补偿。收购政策设计的原则，即是在金融稳定和低风险之间寻求平衡。

2.2.2 证券经营机构的道德风险

我们以闽发证券为案例，分析证券经营机构道德风险。闽发证券的违法违规行为基本涵盖了证券公司主要的违法违规情况，具有较高的代表性，表现在以下几个方面。

1、大股东通过虚假出资实际控制闽发证券，并将闽发证券作为融资平台。凯利、协盛及其关联企业对闽发的出资均出自闽发的客户保证金，具体手法是：由闽发证券挪用客户保证金至其账外公司，由账外公司通过虚假交易打入福建协盛等关联公司，再作为其出资打回闽发证券；或者以客户保证金为抵押向银行借款，再挪用保证金归还银行贷款。在取得对闽发的实际控制权后，采取直接挪用客户保证金或以客户保证金为抵押向商业银行、信托公司和其它企业融资的方式，先后从闽发掏走 22 亿元资金。

2、账外经营。为避开监管，便于开展违规业务，闽发证券从成立之初就实行内外账分设、双轨制经营的财务体系，甚至系统性造假，篡改电脑数据库数据，委托理财、国债回购和自营证券绝大部分都设置在账外，账外资产占全部资产近 80%。账外核算体系也极不规范，未设专门的财务人员，很多业务与资金往来要么没有记录，要么没有如实记录，要么入账依据不齐全、不完备。

3、挪用客户交易结算资金。闽发证券采用直接或间接方式挪用客户交易结算资金。直接挪用，即闽发证券在自己的营业部开立资金账户，没有资金存入，但照样从该资金账户取款或在该资金账户下购买证券造成透支、或者以自然人或虚拟名开户，在账户上虚增资金，然后以资金内转的方式进行挪用；间接挪用，即以客户交易结算资金为质押，预先开出一张写好金额、盖好银行预留印鉴但未填写日期的贷记凭证给银行用作质押，从银行获得贷款，或者国债回购因到期赎回账户资金不足造成挪用。

4、违规融资。闽发证券的违规融资主要采用两种形式：一是以签订补充协议、承诺保底委托理财形式，通过向营业部和员工下达任务，从社会个人和机构直接归集资金；二是以委托购买国债进行国债投资，实际承诺支付高于票面利率的固定收益或咨询费、顾问费等形式，挪用客户托管的国债进行回购融资或直接挪用客户用于购买国债的资金。

5、设立外围公司。1998年以来，闽发证券通过挪用客户保证金，以自然人或法人机构代持股份的形式，注册设立了二十多家外围公司。这些外围公司表面看与闽发证券无任何股权关系，但都由闽发证券实际出资和控制，实质上是闽发证券的子公司或孙公司。闽发证券利用这些外围公司为平台，构筑成庞大的账外经营体系和经营平台，开展自营证券、期货、洗钱、非法拆借、套取银行贷款、挪用侵占公司资产等违法违规业务。

6、违规自营。闽发证券与外围公司签订所谓《战略合作协议》，由闽发证券通过上述违规融资为外围公司提供资金，以外围公司的名义在各证券营业部开立大量资金账户和自然人股票账户，买卖股票，秘密高集中度重仓持有股票，不履行信息批露义务。此外，闽发证券公司本部的国债部、证券投资部、资产管理部等业务部门和下属的一些营业部也在账外开展自营业务。

2.2.3 投资者的道德风险

投资者的道德风险表现为以下几种方式。

1. 为追求高额固定回报违规向证券机构拆借资金

以固定回报的形式委托证券机构理财是事实上资金拆借行为。资金拆借的年收益率多在10%左右，部分证券机构，如德隆系的证券公司在资金紧张时，曾经承诺向客户支付高达15%以上的年利率，超过同期银行存款利率5倍以上。委托理财协议一般为两份，包括正式协议和补充协议，高回报的条款都出现在补充协议中。这表明，大部分资金出借方，特别是机构客户完全了解这样的高回报不受法律保护，利益驱动是他们从事违规活动的唯一动机。更有部分机构，通过伪造贷款用途套取银行贷款，再高息转借给证券机构，希望坐享息差，相当一部分这样的机构在券商破产时都蒙受了不同程度的损失。

2、以购买债券后托管在证券公司席位，并签订补充协议的形式变相委托理财

投资者一般通过和证券公司签订“委托购买、托管债券”或“证券委托管理”协议等方式，明示或默示许可证券公司使用其债券进行债券回购，融得资金供证

券公司使用。投资者采取这种方式的原因一是不了解当时证券公司的清算方式，二是认为即便证券公司出现兑付危机，托管证券相对于直接的委托理财能够获得优先受偿权。在这种情况下，证券公司和委托人之间的关系实际上形成了融资（融券）的借贷关系，客户债券回购形成了证券公司的债权，其中个人债权纳入收购范围。

部分这种类型的委托理财客户企图被界定为正常的经纪业务户，获得全额赔付。在实际操作中，上述行为和证券公司挪用客户债券进行债券回购的行为已经被区分，只有达到以下标准的债券帐户才能被界定为正常的经纪户：

- (1) 无任何证据显示客户同意证券公司使用自己的债券现券进行回购登记；
- (2) 无证券公司向客户支付超出债券正常利息的资金的证明；
- (3) 证券公司已将客户的债券现券进行回购登记，并将融回资金打入证券公司控制的或证券公司关联方控制的账户中；
- (4) 证券公司回购到期后无法赎回，导致客户债券被登记公司强制转移占有。

对以上标准的严格执行防止了委托理财客户通过形式上的漏洞骗取国家的收购资金，有效防范了道德风险。

3. 机构投资者以个人名义开户，委托证券机构理财

在 2004 年收购意见出台前，国家在处置高风险证券机构的债权时，已经执行了首先偿付个人债权的原则。部分机构投资者将其误解为个人债权受到国家全额保护的信号，在向证券机构拆借资金时，将机构资金以个人名义开户。机构以个人名义进行委托投资管理是一种违反金融监管法律法规的行为，根据《实施办法》，有以下情形之一的，认定为机构资金，不属于个人债权：

- (1) 个人账户资金和证券来自有关机构或机构控制账户，但个人与机构之间不存在投资或债务关系的；
- (2) 开户人属于机构关联人员，开户人也提供不出合法资金来源证明的；
- (3) 因该资金向有关机构及机构控制账户支付过收益的（证券公司挪用个人委托资产支付其他机构委托理财收益的情况除外）；
- (4) 有其他证据证明该账户属于机构。

以上标准的对机构以个人名义的债权进行了明确的界定，除此之外，在收购债权的实际操作中，对下列债权予以了重点关注和认真核查：对于被处置证券公司及经办人员认为属于机构的债权；资金来源或去向属于机构的债权；与已知机

构客户有共同代理人的债权；对应账户与机构客户账户有资金往来关系的债权；数额巨大（100 万元以上）的个人债权；其他与机构存在复杂资金往来关系的债权。

在证券机构兑付危机已经出现，少数机构客户意识到证券机构确实无力偿付债务，即将被政府接管后，在证券机构的配合下，突击将机构债权转为个人债权，以套取再贷款的赔付，这属于严重的违法行为。

4.以客户交易保证金的形式将资金存入券商账户，通过其他形式变相收取高额利息

一些客户以保证金的形式存入账户，通过财务顾问费甚至是商品购销合同获得高额利息，这些事实上的委托理财行为造成了一批投资者的损失。这种行为往往比较隐蔽，需要仔细核查。

（三）中外证券证券市场投资者赔偿制度的差异

3.1 境外主要证券市场的投资者赔偿制度

全球最有代表性的是美国的投资者赔偿制度。美国的证券投资者保护基金（Securities Investor Protection Corporation，简称 SPIC）成立于 1970 年，至今已有 33 年的历史，它是根据美国国会 1970 年证券投资者保护法案 SIPA（Securities Investor Protection Act）的要求成立的一个独立于证券交易所之外的非盈利性会员组织，其会员包括所有依照美国《1934 年证券交易法》第 15（b）条款注册的证券经纪商、自营商以及全国性证券交易所成员，截至 2003 年底，SIPC 共拥有 6,466 名会员。

SIPC 的资金来源主要包括三大部分：第一，由全体会员每年缴纳的会费，以及这些资金投资于政府债券的利息收入；第二，作为对 SIPC 基金的补充，SIPC 还可以从商业银行组成的银团获得融资；第三，在出现紧急情况下，也可从美国财政部借调最高额度为 10 亿美元的资金。值得注意的是，SIPC 会员每年缴纳的费用并非一成不变的，在相当长的一些时段内只收取 150 美元的最低会员费。

截至 2003 年年底，SIPC 的资产规模达到了 12.49 亿美元的水平，虽然与 2002 年底的 12.6 亿美元相比所减少，但在长达 33 年的历史中，SIPC 累计只动用了 4.24 亿美元自有资金用于赔付投资者。从美国证券市场的总体规模，以及 SIPC 拥有的 6,400 多家证券公司的规模来看，其资金的规模实际上并不大。保护基金的规模适度，才能满足投资者潜在的赔偿要求，同时也能预防资金过多所造成的

浪费，特别是要防止加重会员机构的财务负担。

其中发生在 2001 底的 MJK 清算公司（MJK Clearing Inc）案件是 SIPC 历史上出现的最大一笔诉讼案件，共向投资者支付了 9,310 万美元赔偿金，但由于 MJK 公司的资产被较好保存下来，所以在赔付过程中 SIPC 并没有过多的动用自有资金。

根据证券投资者保护法案 SIPA 的规定，SIPC 的会员机构在面临破产清算以及投资者提出诉讼时，首先，投资者可以索回在其名下登记的股票和债券。其后，该机构剩余的资产将被按比例分割对投资者进行赔付，如果仍然不能满足投资者的索赔要求，SIPC 将动用自身的储备资金来补充不足的部分，每位投资者最多可以获得 50 万美元的赔偿，其中的现金部分的最高额度为 10 万美元。此外，当 SIPC 的某一会员机构被投资者起诉，但索赔总金额在 25 万美元以下的，SIPC 可以根据证券投资者保护法案（SIPA）向联邦法院申请指派一名受托人（Trustee）对该机构进行清算，并对此会员的客户进行保护。

投资者赔偿机构在英国称为金融服务赔偿计划有限责任公司（FSCS），香港称为赔偿基金委员会管辖的“赔偿基金储备账户”，加拿大称作投资者保护基金 CIPF（Canadian Investor Protection Fund）。总体来看，投资者赔偿基金的运作模式可分为两种：一种是独立模式，即成立独立的投资者赔偿（或保护）公司，由其负责投资者赔偿基金的日常运作，美国、英国、爱尔兰、德国等证券市场采用了这种模式；另一种是附属模式，即由证券交易所或证券商协会等自律性组织发起成立赔偿基金，并负责基金的日常运作，加拿大、澳大利亚、香港、台湾、新加坡等市场采用了此种模式。

3.2 境外金融市场收购政策和我国收购政策的差异

（1）启动背景的差异

以美国为例，建立 SIPC 的历史背景在于随着二战后经济发展和机构投资的迅速崛起，美国证券业由原来固定佣金制向浮动佣金制度变迁，佣金率的下降使大量券商的经营面临极大困境乃至破产。为了保护投资者利益，1970 年，美国国会制订了《证券投资者保护法案》（Securities Investor Protection Act），并依据该法案建立了证券投资者保护基金，即 SIPC 目的是在券商面临破产或倒闭的困境时，使投资者的利益依然能够得到有效保障。

美国在投资者保护制度启动之前，早已经历了 20 世纪 30 年代的股市危机，

建立起了一整套防范证券市场道德风险的法律制度和监管体系。投资者保护制度是在券商的业务模式向市场化转型过程中导致行业波动时，对投资者利益进行保障。

我国收购政策启动时的市场环境更加类似于美国 1930 年代初期的情形：各种违法违规现象充斥于证券市场，亟需规范行业运作的法律法规体系和有相当执行力的监管体系来净化证券市场。在法律法规和监管体系建立的过程中，首先需要维护证券市场的稳定，恢复投资者的信心。因此，美国的投资者赔偿制度主要是为应对行业转型，无论是建立还是运作，都体现了很强的市场化色彩。我国的收购制度则完全是由政府主导的“危机救赎”，至少在建立阶段，是一种行政行为。

（2）资金性质的差异

仍以美国为例，目前美国所有在证券交易所注册的证券券商都必须加入 SIPC，并缴纳营利毛利的 5% 作为会费，建立统一的基金，这些资金被用以投资美国政府债券，其利息也作为 SIPC 资金的一部分，目前此部分资金约为 7.9 亿美元，SIPC 在银行还有高达 10 亿美元的融资额度，如有需要，SIPC 亦可向美国财政部借调 10 亿美金资金。这就充分保证了券商破产案发生时，SIPC 能够调动足额的现金对投资者进行偿付。从 SIPC 实际运行的情况看，基本未动用银行贷款和政府资金，SIPC 的资金实质上是完全来自于会员的风险保障资金。

我国投资者赔偿资金的最初来源是央行的再贷款，在投资者保护基金建立之前已经用于赔付的再贷款也计入投资者保护基金的资产。保护基金成立后的资金来源包括在上海、深圳证券交易所风险基金分别达到规定的上限后，交易经手费的 20%；新股、可转债等证券发行时申购冻结资金的利息收入等，在必要的时候，还可以动用央行的专项再贷款。因此，我国投资者保护基金的资金目前仍以政府资金为主，增量资金则主要来自于投资者证券交易时发生的费用。

（3）资金规模的差异

美国 SIPC 的资金规模截止 2003 年底达到了 12.49 亿美元，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制定，基本原则是前一年度如果赔付的金额较大，则下一年度的会费就会增加。

美国 SIPC 会员年费

| 年度 | 费率 |
|---------------|--|
| 1979 年-1982 年 | 每家证券公司 25 美元年费 |
| 1983 年-1986 年 | 证券公司每年毛利润(gross revenues)的 2.5%，最低 25 美元 |
| 1989 年-1990 年 | 证券公司每年毛利润(gross revenues)的 1.875% 最低 150 美元 |
| 1991 年-1995 年 | 证券公司每年净利润(net operating revenues)的 5.4%-9.5%，最低 150 美元 |
| 1996 年-2003 年 | 每家证券公司 150 美元年费 |

截止到 2003 年底，加拿大 CIPF 的资金规模为 2.17 亿加元，会费一般不超过会员总收入的 1%，同时可以得到证券自律监管组织利息收入的捐赠。香港‘赔偿基金储备账户’的资金规模也达到了 10 亿港币，其会员必须就其拥有的每单位交易权（Trading Right）向联交所缴纳 5 万港元，同时还要将 1.2% 的交易征费作为对基金的补充。

中国证券投资者保护基金公司的注册资本即达到 63 亿元人民币，保护基金成立之前已经动用的高达数百亿元的赔付资金，也计入保护基金的资产。在保持目前新股现金申购制度的前提下，保护基金的规模将持续增长。由于证券经营机构违规造成了巨大损失，需要大量资金用于赔付，导致我国保护基金的资金规模远大于境外的投资者保护基金。

二、评价收购政策的标准

（一）对收购政策的评价目标

所谓政策评价，是依据一定的标准和程序，对政策的原则、效率及执行效果进行判断，目的在于取得有关这些方面的信息，作为决策变化、政策改造和制定新政策的依据，确定评价目标是进行政策评价的前提。

作为投资者保护制度体系中的重要环节，收购政策并非孤立存在，其实施直接导致了制度环境的变化，从而推进了相关制度的建立。比如在惩治违规券商和经营者时，如果缺乏收购政策的稳定作用，可能加剧证券市场的动荡，直接导致投资者的损失。因此，收购政策的评价目标不仅限于收购政策本身，还包括收购政策对制度环境的影响。

（二）政策评价的一般标准

对公共政策的评价一般在如下的标准体系中，根据评价的内容，选取适用的标准。

1、政治标准

政策原则；政治威望；政治经济环境；可行性。

2、经济

结果最好；费用最小；效益最大；效率最大。

3、社会：

就业状况；社会福利；文化；体育；道德伦理；安全；医疗健康。

4、技术：

可靠性；可控性；可利用；科学；进步；创造价值。

5、国防：

防御；战斗；战备；安全；威慑。

6、生态环境：

环境污染；生态平衡；自然灾害。

7、自然资源：

保护；利用；开发；扩大；合理交换。

（三）评价收购政策适用的标准

以上的标准体系适用于系统、全面地评价对国计民生产生重大影响的公共政策，具体到作为投资者保护政策体系中一个环节的收购政策，可以重点选取政治、经济和社会标准对其进行评价。

1、政治标准

1.1 政策的完善水平

对政策完善水平的评价涉及两个层面，一是收购政策本身的制度设计是否合理，二是收购政策是否有效推动了投资者保护制度体系的建立和完善。

政府资金的注入偏重于解决短期的危机，长远看来，对投资者根本性的保护需要依赖完善的制度体系。对制度设计水平的评价是政策评价的基础。

1.2 政策的执行水平

对政策执行水平的评价包括政策的可操作性和政策的执行效果。即国家监管

证券行业的法律法规是否有效执行，违法行为是否得到广泛、有效的惩治。

证券业一度出现过经营机构广泛违规的现象，当时尽管已经出台了规范证券市场的法律、法规、政策，但普遍执行不力。因此，执行能力在一定程度上对政策的有效性产生实质性的影响。

2、社会标准

2.1 对社会稳定的作用

广泛的、特别是涉及大量个人投资者的兑付危机对社会稳定一度造成了严重的影响，考察收购政策对社会稳定的作用，实质上是判断收购政策对应急事件的解决和影响能力。

2.2 对公众信心的维护

公众对金融市场信心的恢复和维护需要一个相对较长的过程，收购政策在这方面产生的效果，在时间上有一个滞后的效应。

3、经济标准

3.1 资金使用的覆盖面

破产证券公司债权人的结构复杂，机构债权的金额和所占的比重往往高于个人债权，无论是中央政府还是地方政府，在动用公共资金赔付债权时，对获得赔付的对象都需要进行合理的选择。对政府赔付资金覆盖面的限制，从定性的角度保证了资金使用的合理性。

3.2 资金使用的效率

提高资金使用效率的根本目的，是从定量的角度防范公共资源的滥用。由于收购政策明确了对客户交易结算资金和个人债权进行收购，部分机构债权即通过各种手段，企图掩盖资金的实际性质，搭政府赔付的便车。能否通过制度设计，比如操作流程的规范来解决这一问题，直接关系到政策的效果。

（四）对收购政策的理论评价

1、有关政治标准的评价

收购政策是投资者保护政策体系的基础，《收购办法》确立了基本的政策原则，《实施办法》和《收购通知》则对操作过程进行了进一步的细化。在收购政策实施的同时，有关投资者保护的其他相关法规和措施同时出台，如证券投资者保护基金公司的成立，反映政策体系不断得到完善。但是，收购政策侧重与对投资者损失的事后补救，对导致国家出资收购个人债权的违法违规行为的追溯惩治

涉及不到，目前也尚未出台针对上述问题的相关法规。因此，从投资者保护政策体系的角度整体评价，法律法规体系仍需要加以完善。

在法律法规执行的层面上，收购政策的实施为高风险证券公司的破产倒闭解除了后顾之忧，一批违法违规人员被处罚，国家法律的严肃性和执行力得到了有效的保障。同时，收购政策自身也得到了有力的执行。因此，对政策执行水平给予较高的评价。

2、有关社会标准的评价

高风险证券公司无法兑付客户资金一度成为严重的社会问题，影响了社会稳定，如大量个人投资者聚众、上访等现象在某些区域造成了恶劣的社会影响。收购政策首先着手解决人数众多的个人投资者的债权问题，在政策执行过程中，又不断出台相关文件要求地方政府和执行人员尽力维护社会安定。从政策实施的效果来看，有效维护了社会稳定。

证券市场信心的恢复从 2005 年下半年开始的牛市行情中即可以得到验证，中国证券投资者保护基金的成立也在 2005 年 8 月。在此之前，2004 年 10 月，收购意见出台，对个人债权和客户交易保证金的保护得到了法规的明确支持，足以说明收购政策对投资者信心的恢复起了必要的作用。

3、有关经济标准的评价

收购政策明确收购资金用于客户交易结算资金和个人债权，在实际操作中，如果需要由地方政府出资和央行再贷款配套，在地方政府资金未完全到位的情况下，央行资金首先用于赔付 10 万元以下的债权。从全球主要国家的收购政策来看，资金用于保护弱势的中小投资者都是惯例，比如美国投资者每位最多可以获得 SIPC50 万美元的赔偿，其中的现金部分的最高额度为 10 万美元。由于个人投资者的道德风险显著低于机构投资者，这样的赔付资金覆盖范围是合理的。

考虑到机构投资者对投资风险具备足够的识别能力，机构债权显然不应动用国家资金来赔付。此外，收购政策为个人债权的确认设置了严格的甄别程序，防止机构利用虚假的个人债权套取国家资金，部分无法说明来源的个人资金也不能获得赔付。比如在 2006 年的金华信托赔付案中，有部分超过 10 万元的个人债权即主动放弃了获得赔偿的机会。可见，以上措施有效防范了道德风险，避免了公共资源的滥用。

三、对收购政策的公众调查

目前的政策评价中，政策利害关系人对于政策的反应态度和意见愈来愈受到重视，因此，本次研究将收购政策的公众调查作为政策评价的重要内容。

（一）样本的选择

我们对证券投资者、证券从业人员、证券监管部门的人员以及研究证券市场的学者进行了问卷调查，考虑到对收购政策的判断需要了解有关证券市场的知识和政策出台前后的一些基本背景，在样本选择时，不仅考虑了普通的证券投资者，而且引入了部分对证券市场和证券行业有深入了解的专业人士。

（二）问卷内容

以下是问卷的内容。

1、收购政策是否有效保护了投资者利益。

（1）有效 （2）无效 （3）无法判断

2、收购政策是否有效地维护了证券市场的稳定。

（1）有效 （2）无效 （3）无法判断

3、国家是否应该出资收购个人债权。

（1）应该 （2）不应该 （3）无法判断

如果应该，请回答问题 4。

4、国家收购个人债权的比例应该为多少。

（1）10 万元以内全额，10 万元以上打九折 （2）全部全额 （3）全部打九折 （4）全部低于九折

5、国家收购个人投资者的债权是否会淡化投资者的风险意识。

（1）是 （2）否 （3）无法判断

6、收购政策对个人债权的甄别设置了严格的程序，您如何评价。

（1）有效防范了央行再贷款兑付过程的道德风险，应该继续保留目前的严格程序；

（2）增加了中小投资者获得兑付资金的成本，应该简化程序；

（3）程序的繁简无关紧要。

7、国家是否应该收购机构债权。

（1）应该 （2）不应该 （3）无法判断

如果应该，请回答问题 8。

8、国家收购机构债权的比例应该为多少。

- (1) 全额 (2) 打九折 (3) 低于九折 (4) 低于五折

9、破产证券公司的债务中，有很大比例来自高利率的固定回报形式的委托理财，您认为个人投资者在和证券公司签订这样的委托理财前，能否意识到约定的高回报并不受法律保护，本金也存在风险。

- (1) 能够意识到风险 (2) 不能意识到风险 (3) 无法判断

10、您认为机构投资者在和证券公司签订这样的委托理财前，能否意识到约定的高回报并不受法律保护，本金也存在风险。

- (1) 能够意识到风险 (2) 不能意识到风险 (3) 无法判断

11、在集中爆发的证券机构兑付危机解决后，收购政策应如何定位。

- (1) 继续存在，并保留原有的政策条款；
(2) 继续存在，但对政策条款作重大调整；
(3) 作为过渡性政策，退出历史舞台。

投资者的个人信息

1、您的学历

- (1) 硕士及以上 (2) 本科 (3) 大专 (4) 高中及以下

2、您从事证券投资的时间

- (1) 1 年以内 (2) 1-3 年 (3) 3-5 年 (4) 5 年以上

(三) 问卷问题设计的依据

在调查问卷中，问题 1、2 的设计主要考察公众对政策效果的整体评价。

问题 3-8 针对收购政策的具体内容询问调查对象的意见，考察债权收购的范围、比例和程序。

问题 9、10 调查公众对投资者风险识别能力的判断，进而考察投资者对风险的识别能力，对本研究中重点强调的投资者道德风险部分加以佐证。

问题 11 则调查公众对收购政策前景的看法和建议。

(四) 公众调查的结果和分析

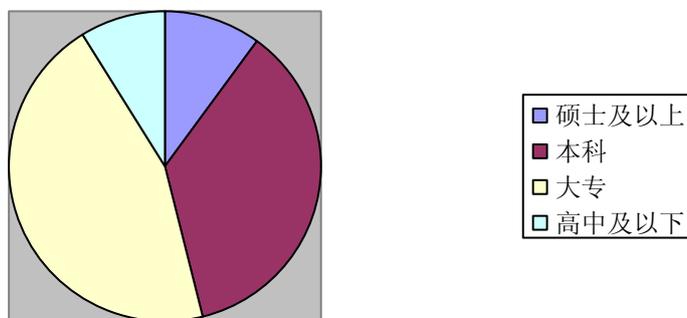
1、问卷发放和回收情况

研究小组总共发放调查问卷 200 份，回收 166 份，回收率为 83%。我们将回

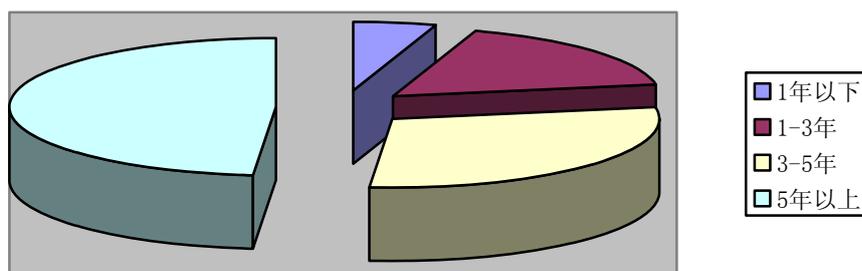
答全部问题的问卷视为有效问卷，经过统计，有效问卷数为 158 份。

投资者有关的个人信息

(1) 投资者的学历分布



(2) 投资者的股票投资经历分布



2、调查结果和分析

(1) 公众对政策效果的整体评价

对于问题 1，收购政策是否有效保护了投资者利益，回答有效的比例为 88.6%，无效的比例为 3.8%，7.6%的被调查者选择无法判断。

对于问题 2，收购政策是否有效地维护了证券市场的稳定。回答有效的比例为 88.0%，无效的比例为 3.8%，8.2%的被调查者选择无法判断。

可见，绝大多数被调查者（接近 90%）对收购政策的整体效果评价做出了正面的评价，认为该项政策无论在保护投资者利益和稳定证券市场方面都产生了好的效果。

(2) 对收购政策内容的评价

对于问题 3，国家是否应该出资收购个人债权。回答应该的比例为 75.9%，不应该的比例为 17.7%，6.3%的受访者的回答是无法判断。

在认为国家应该出资收购个人债权的答卷中,有 80.8%认为应执行目前的 10 万元以内全额, 10 万元以上打九折的政策, 16.7%认为应该全部全额收购, 2.5%认为应该全部打九折收购, 无答卷认为应全部低于九折收购。

对于问题 5, 国家收购个人投资者的债权是否会淡化投资者的风险意识。79.1%的答卷认为是, 12.7%的答卷认为不会, 8.2%的认为无法判断。

对于问题 6, 如何评价收购政策对个人债权的甄别设置了严格的程序, 49.4%的答卷认为有效防范了央行再贷款兑付过程的道德风险, 应该继续保留目前的严格程序; 39.9%的答卷认为增加了中小投资者获得兑付资金的成本, 应该简化程序; 10.7%的答卷认为程序的繁简无关紧要。

以上的调查结果显示, 大多数公众对国家出资收购个人债权持肯定态度, 在具体的政策内容上, 多数公众认为目前对个人债权的收购比例是合理的。有近 40%的答卷认为对个人债权设置严格的甄别程序增加了中小投资者获得兑付的成本, 应该简化; 在这一点上, 我们在理论上的评价则认为是必须的手段。

值得关注的是, 尽管绝大多数公众认为应该由政府出资收购个人债权, 但几乎同样多的答卷认为这淡化了投资者的风险意识。

对于问题 7, 国家是否应该收购机构债权, 27.2%的答卷认为应该, 64.6%的答卷认为不应该, 8.22%答卷无法判断。仅有少数答卷回答了问题 8。可见, 多数答卷认为国家不应该收购机构债权。

(3) 对投资者道德风险的判断

对于问题 9, 破产证券公司的债务中, 有很大比例来自高利率的固定回报形式的委托理财, 您认为个人投资者在和证券公司签订这样的委托理财前, 能否意识到约定的高回报并不受法律保护, 本金也存在风险。43%的答卷认为个人投资者能够意识到风险, 51.9%的答卷认为个人投资者不能意识到风险, 5.1%的答卷称无法判断。

对于问题 10, 您认为机构投资者在和证券公司签订这样的委托理财前, 能否意识到约定的高回报并不受法律保护, 本金也存在风险。87.3%的答卷认为机构投资者能够意识到风险, 6.3%的答卷认为机构投资者不能意识到风险, 6.3%的答卷认为无法判断。

以上的数据显示, 几乎一半的答卷认为个人投资者无法充分识别风险, 绝大多数的答卷认为机构投资者对风险有足够的意识。这表明, 从投资者道德风险的

角度分析，机构投资者的道德风险远远高于个人投资者的道德风险，国家资金对机构债权不予赔付有充分的依据。

（4）对收购政策前景的看法

对于问题 11，在集中爆发的证券机构兑付危机解决后，收购政策应如何定位。28.5%的答卷认为应继续存在，并保留原有的政策条款；36.7%的答卷认为应继续存在，但对政策条款作重大调整；34.8%的答卷认为应作为过渡性政策，退出历史舞台。可见，公众对收购政策在未来的定位存在比较大的分歧。

四、对收购政策的全面评价和政策建议

（一）对收购政策的全面评价

基于以上的分析，收购政策作为投资者保护政策体系的基础，明确了基本的政策原则，并制定了有效的操作流程。收购政策的有力执行确保了国家法律法规的严肃性，为高风险证券公司的破产关闭解除了后顾之忧，一批违法人员得到了应有的处罚。收购政策的实施，有效维护了社会稳定，对投资者信心的恢复起了必要的作用。

由于投资者道德风险普遍存在，收购政策确立的“对客户交易保证金全额赔付；对 10 万元以内的个人债权全额赔付，10 万元以上部分打九折赔付”的原则完全合理。同时，收购政策为个人债权的甄别设置了比较复杂的流程，尽管部分公众不能理解，但出于防止公共资源被滥用的考虑，非常有必要。

现行收购政策的不足之处在于：首先，收购政策更多的体现为一项应急性的政策，对于危机缓解后，用于收购的资金—投资者保护基金的动态运作，还缺乏前瞻性的考虑；其次，收购政策侧重与对投资者损失的事后补救，对导致国家出资收购个人债权的违法违规行为的追溯惩治涉及不到，目前也尚未出台针对上述问题的相关法规。

（二）相关的政策建议

随着证券市场的发展变化，投资者保护的政策体系需要不断完善和发展。未来政策的调整和完善需要考虑以下方面：

1、完善立法，对导致证券公司破产的违法犯罪行为进行追溯处罚。

《收购意见》出台至今已经经历了两年多的时间，在《收购意见》出台前数

年间，政府已经开始出资收购高风险证券公司的客户交易结算资金和个人债权。在此期间，尽管有一些导致证券公司破产的相关责任人被处理，但仍有相当一部分违法犯罪人员，由于采用隐蔽的方式侵吞了证券经营机构的资产，对他们的调查取证有较大的难度，使得他们暂时逃脱了处罚。

目前，集中性的兑付危机已经得以缓解，证券市场行情转好，证券经营机构的行为日趋规范，政府相关部门已经有充足的条件考虑对上述人员的惩治。只有通过完善立法和司法体系，对导致证券经营机构破产的违法犯罪行为进行追溯处罚，从源头进行必要的整治，才能从根本上抑制证券机构的道德风险。特别在市场行情高涨，证券公司普遍赚得高额利润时，这样的做法能够强化证券机构经营者的法律观念和 risk 意识，消除风险隐患。

2、对投资者保护基金的规模进行动态管理。

目前，利用央行再贷款和地方政府注入的资金，大多数高风险证券公司的客户交易结算资金和个人债权都获得了赔付，未来处置高风险证券公司所需要的资金支持已经相对较小。与此同时，随着大量新股的发行，申购资金的利息收入持续增加，在部分大盘股发行时，利息收入甚至超过亿元，这些资金的注入导致投资者保护基金的规模迅速膨胀。客观地讲，在不远的将来，投资者保护基金的规模将超过其作为风险基金的实际需求。

根据全球证券市场通行的做法，对保护基金的规模实行有控制的扩张，即动态管理。规模的过度扩张可能诱发新的道德风险，导致风险基金的不合理使用。作为基金管理者的保护基金公司，有必要对此加以考虑。

参 考 文 献

中文部分

- [1] [英]查理斯·麦基, 1852,《非同寻常的大众幻想与群众性癫狂》,中国金融出版社,2000中译本。
- [2] [美]查理斯·P.金德尔伯格,1996,《经济过热、经济恐慌及经济崩溃——金融危机史(第3版)》,北京大学出版社,2000中译本。
- [3] [美]查理斯·R·吉斯特,1997,《华尔街史》,经济科学出版社,2004中译本。
- [4] [美]乔尔·塞利格曼,1995,《华尔街变迁史——证券交易委员会及现代公司融资制度的演化进程(修订版)》,经济科学出版社,2004中译本。
- [5] [美]查尔斯·R·莫里斯,1999,《金钱 贪婪 欲望——金融危机的起因》,经济科学出版社,2004中译本。
- [6] [美]富兰克·H·奈特,1921,《风险、不确定性和利润》,中国人民大学出版社,2005中译本。
- [7] [美]乔治·J·施蒂格勒,1975,《产业组织和政府管制》,上海三联书店,1989中译本。
- [8] 张维迎(编),《詹姆斯·莫里斯论文精选—非对称信息下的激励理论》,商务印书馆,1997。
- [9] [美]奥利弗·E·威廉姆森,1985,《资本主义的经济制度》,商务印书馆,2002中译本。
- [10] [美]罗纳德·哈里·科斯,1993,《论生产的制度结构》,上海三联书店,上海人民出版社,1994中译本。
- [11] [美]乔治·J·施蒂格勒,1975,《产业组织和政府管制》,上海三联书店,1989中译本。
- [12] [美]凯文·多德,1996,《竞争与金融—金融与货币经济学新解》,中国人民大学出版社,2004中译本。
- [13] [美]安德烈·施莱佛,罗伯特·维什尼,1998,《掠夺之手》,北京:中信出版社,2004。
- [14] [美]丹尼尔·F·史普博,《管制与市场》,上海三联书店,上海人民出版社,1999。
- [15] [美]哈威尔·E·杰克逊,小爱德华·L·西蒙斯,1999,《金融监管》,中国政法大学出版社,2003中译本。
- [16] 周业安,2006,“金融监管的新视角——行为和制度分析”,《奥尔多投资评论(第4辑)》。
- [17] 中国证监会证券公司风险处置办公室、中国证券投资者保护基金有限责任公司编,案例,《证券公司客户交易结算资金第三方存管》,《高风险证券公司托管与清算》,《高风险

证券公司证券类资产处置》，《证券公司风险处置政策汇编》，《高风险证券公司账户清理》，《高风险证券公司个人债权及客户交易结算资金收购》，2005。

[18] 周小川，《保持金融稳定，防范道德风险》，金融研究，2004（4）。

[19] 巴曙松、屠沂枫，证券投资者保护基金制度的国际比较，2006。

英文部分

[20] Djankov, S., Glaeser, E., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A., 2003, ‘The new comparative economics’ , Journal of Comparative Economics, 31: 595 – 619.

[21] Grossman, S. J. and O. Hart. Takeover bids, the free rider problem, and the theory of the corporation. Bell Journal of Economics, 1980,11:42-64.

[22] Akerlof, G., (1970), The Market for Lemons: Qualitative Uncertainty and the Market mechanism, Quarterly Journal of Economics, 84: 488-500.

[23] Spence, M.A., (1973), Job Market Signaling, The Quarterly Journal of Economics, 77: 355-379.

[24] Stiglitz, J. E., and Weiss, A, (1981), Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, The American Economic Review, 71: 393-410.

[25] La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny, 1998, Law and finance, Journal of Political Economy 106, 1113-1155.

[26] Glaeser, Edward, Johnson, Simon, Shleifer, Andrei, 2001. Coase versus the Coasians. Quarterly Journal of Economics 116, 853-899.

[27] Allen ,Franklin, Jun Qian, and Meijun Qian. Law, Finance, and Economic Growth in China . working paper, Finance Department, Wharton School, University of Pennsylvania, 2002.

[28] Kroszner , Randall S. and Philip E. Strahan, 1999, “What Drives Deregulation? Economics and Politics of the Relaxation of Bank Branching Restrictions in the United States” by Quarterly Journal of Economics, Vol. 114, No. 4.

[29] Kroszner., Randall S. , 2000, “The Economics and Politics of Financial Modernization,” by Economic Policy Review (Federal Reserve Bank of New York), October.

[30] Kroszner., Randall S., 2001, “The Motivations Behind Banking Reform”, Regulation, Summer, pp.1-6.

[31] La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, 2006, What works in

- securities laws?, *Journal of Finance* 61, 1-33
- [32] Barth, James, Gerard Caprio, and Ross Levine, 2003, Bank supervision and regulation: What works best? *Journal of Financial Intermediation* 13, 205–248.
- [33] Bergman, Nittai K. and Daniel Nicolaievsky, 2004, “Investor Protection and the Coasian View”, MIT Sloan Working Paper.
- [34] Romano, R., 1998, “Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation”, *The Yale Law Journal* 107(8): 2359-2430.
- [35] La Porta, Rafael, Lopez-de-Silanes, Florencio, Shleifer, Andrei, Vishny, Robert, 1999. The quality of government., *Journal of Law, Economics, and Organization* 15, 222-279.
- [36] Johnson, Simon, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, 2000, Tunneling, *American Economic Review Papers and Proceedings* 90, 22-27.
- [37] Claessens, Stijn and Luc Laeven, 2003, “Financial Development, Property Rights, and Growth.” *Journal of Finance*, LVIII(6).
- [38] Faccio, Mara, Larry H.P. Lang, and Leslie Young, 2001, Dividends and expropriation, *American Economic Review* 91, 54–78. 中译本载于朗咸平, 2004, 《公司治理》, 社会科学文献出版社。
- [39] Faccio, Mara, and Larry H.P. Lang, 2002, The ultimate ownership of Western European corporations, *Journal of Financial Economics* 65, 365–395. 中译本载于朗咸平, 2004, 《公司治理》, 社会科学文献出版社。
- [40] Obata, S., 2001, “Pyramid Groups, Financial Distress and Investor Protection”, mimeo, Harvard University.
- [41] Friedman, Eric, Simon Johnson, and Todd Mitton, 2003, Propping and tunneling, *Journal of Comparative Economics* 31, 732-750.
- [42] Riyanto, Yohanes E. and Linda A. Toolsema, 2004, “Tunneling and Propping: A Justification for Pyramidal Ownership”, National University of Singapore, Department of Economics, Working Paper No.0409.