

证券市场中的道德风险：理论基础与制度特征

曾 欣

(上海期货交易所 研发部 上海 200122)

摘要：追溯了道德风险的道德哲学、社会学和经济学的传统基础，指出道德风险的哲学根源在于道德本身的功利性；回顾了当代经济学对道德风险的解释，提出道德风险的治理办法。

关键词：道德风险；道德的功利性；理性经济人；代理理论

道德风险 (Moral hazard¹) 一般指代理人在签约后隐藏行动的自利行为，与逆向选择 (Adverse selection)、信号传递 (Signaling) 共同构成信息经济学的三大主题。最早经济学界关于道德风险的研究始于对保险市场的分析，投保人 (代理人) 因为保了险的缘故而放松了对火灾的警惕，反倒导致火险赔款的上升。

中国证券市场出现的各种问题，越来越超出简单的“错”或“对”标准，游走在法律和契约边缘的行为越来越多，违规、违法和违反道德标准的界限变得非常模糊，金融市场的参与者在竭力解决的一些问题，也越来越难以找到一个简单的答案。证券市场的道德风险行为也是一个类似的边缘课题：一方面根源于道德本身的功利性，我们要从道德哲学那里寻找到伦理学的起源，另一方面，经济学本身所蕴涵的道德判断也可以为其提供解说。本文的逻辑线索是先从经济学的哲学传统中去探寻道德以及道德风险问题，然后进入现代经济学领域，用信息范式替代古典范式分析道德风险，在此基础上归纳中国证券市场道德风险的三大制度特征。

第一节 道德风险的社会科学基础

一、道德的功利性与道德风险

道德 (moral²) 一词的意义既和“非道德” (nonmoral) 一词的意义相对立，意思是“属于道德范畴的”；也和“不道德” (immoral) 一词的意义相对立，意思是“有道德的”或者“合乎道德的”。道德这个表面上与功利相对立的品质，却有着深刻的功利性起源，换句话讲，道德风险的哲学根源在于道德本身的功利性。

中国的道德哲学里面义利之辨始终是一个核心主题，自传统到现代，都被认为是儒学的核心哲理之一，孔子认为“君子喻于义，小人喻于利。” (《论语·里仁》)，孟子承接发展，有“王何必曰利，亦有仁义而已矣” (《孟子·梁惠王上》) 之说。后来，汉儒董仲舒更将义利之辨明确地转化成以下的名句：“正其谊不谋其利，明其道不谋其功。” (《汉书·董仲舒传》)。

孔、孟的义利之辨，并非说在讲道德原则时要排斥利益，而是以义为先，以利为后，因此，儒家讲的道德原则，是有先后顺序的。据学者考证，汉语中的“经济学”一词也是经义之学和利益之学的合称。虽然 moral hazard 一词常见于西方保险史说中，但在中国道德哲学体系中，凡以利为先，以义为后的部分行为可以归为道德风险行为。中国儒家道德哲学的基本方向与西方义务论 (deontology) 的观点是相一致的，后者的主张以道德行为 (义务) 本

¹ Moral hazard 还可译为道德危险，国内也有人译为败德行为，不过多数文章都译为道德风险。

² “道德” (moral) 与“伦理” (ethics) 常被用作同义词。这对同义词具有清楚的词源根据：“伦理”源自希腊文的 ethos 一词，“道德”源自拉丁文的“mores”一词，两个词所表示的都是“习惯”或“风俗”的意思。

身作为道德的最高原则，而不是以道德行为以外的其它事物（后果）为道德的最高原则。

远溯古希腊、罗马以及欧洲中世纪寺院教会的经济思想，道德和利益之取舍也是长盛不衰的主题。亚里士多德提出，市场有两种对立的行为，即经济行为和道德行为。在物物交换中，作为交换的中介物——货币，有着两种对立的形式和趋势：一方面，货币的作用在取得了所需的货物以满足需要之后就终结了；另一方面，货币又以资本的形式出现，引导人们追求无限度的欲望，导致市场一系列伦理问题的发生。伊壁鸠鲁则提出“我们的一切取舍都从快乐出发；我们的最终目的乃是得到快乐”的原则，为以后的亚当·斯密及古典经济学奠定了个人主义的假定基础。代理人隐藏行动的道德风险行为从个人效用出发，最终目的也是得到快乐。

在伦理学说史上，唯心主义伦理学认为，理性抑制、战胜感性是道德的本质特征所在。人们对个人利益的追求是万恶之渊源，理性只有抑制、战胜感性才能呼唤道德回归。唯心主义者康德曾说过：“德性之所以有那样大的价值，只是因为客观存在招来那么大的牺牲，而不是因为它带来任何利益”。康德将道德原则区分为两大类：假然律令(hypothetical imperative)与定然律令(categorical imperative)，前者是有条件的道德原则，因为以行为的结果（幸福）作为道德的标准；后者则是无条件的，因为以行为本身（道德义务）作为道德的标准。康德以为，前者并非真正的最高道德原则，因为它的正确性也必须以后者为条件。在这一意义下，康德的观点与儒家的义利之辨一样，都主张道德先于利益（后果），而利益（后果）必须以道德为条件。康德提出意志自律的道德学说，将道德价值的根源归诸道德主体之中，而非西方传统那样，将道德价值归诸外在的对象。

同唯心主义伦理学相反，旧唯物主义伦理学认为，道德的基础是利益，道德就是能够使一个人快乐、幸福的行为；使人痛苦和不幸的行为就是不道德。法国唯物主义者爱尔维修就曾直截了当地说：“如果爱美德没有利益可得，那就绝没有美德。”德国唯物主义者费尔巴哈也曾指出：“没有快乐感和不快乐感的地方，也就不会有善与恶的区别。”按照这种观点，一个人做出道德行为的目的，是为了追求个人利益。这种道德观，突出了道德和利益的联系。

马克思主义认为，道德是一种社会意识形态，它并不是凭空产生的，归根到底都是当时的社会经济状况的产物，是一定社会存在的反映。在原始社会，道德的功利性体现为维护氏族部落现存状态；进入阶级社会之后，道德的功利性在不同的社会形态之下，代表着不同阶级的不同利益，道德的功利性只有合乎本阶级的利益才被承认。

目的论(teleological theories)和义务论(deontological theories)，是西方伦理学中最为流行的两大学派，它们在讨论道德的终极原则时，采取了对立的观点：前者以行为以外的事物（即后果）作为道德的最高原则，后者则以行为本身（即义务）作为道德的最高原则。目的论由于以行为的后果作为道德的最高原则，因此，它亦称为后果论。在后果论当中，以快乐主义为主要代表流派，而后者基本主张，是以快乐或即利益为道德的终极标准。而快乐主义亦可分为两派，前者以个人的快乐（利益）为道德的最高原则，可称为利己主义，或利己的快乐主义，后者则以所有人的快乐（利益）为道德的最高原则，可称为功利主义，或利他的快乐主义。功利主义的代表人物有边沁、穆勒及斯马特等。功利主义可以做一些内部区分，例如区分为规则功利主义和行为功利主义，又例如区分为快乐主义的功利主义和理想的功利主义等等，但它们都有共同的核心主张：凡是促进所有人（大众）的利益的行为，都是道德行为，相反，凡是减少所有人的利益（或即增加大众的损失）的行为，都是不道德行为，称为功利原则(principle of utility)。这里的不道德虽然与现代信息经济学意义上的道德风险存在一定差异，但也从功利的角度表明了道德风险行为的动机。

功利主义会导致违反明显的道德原则的行为。在这方面，最容易见到的是功利主义会诱导人做出破坏正义原则的行为。后一种原则可再分为两类：有关报应的正义及有关分配的正

义的原则。罗尔斯（John Rawls）在 1971 年出版的名著《正义论》（Theory of Justice）中提出了“分配公正”原理，在伸张个人权利的同时，主张国家具有重新分配财富的正当性，使社会中处境最差的阶层得以改善境遇。罗尔斯的正义学说为政府干预提供了道德哲学基础。诺齐克（Robert Nozick）发表《无政府、国家与乌托邦》（Anarchy, State and Utopia）一书，批评回应了罗尔斯的观点。他坚持个人自由具有最高的优先性，反对政府对个人之间自由交易的干预。认为国家应当成为“守夜人”，仅仅承担诸如监督契约的履行、保护公民免遭暴力侵犯等角色。而所谓“正义”并不是某种分配模式或终极状态，而是体现在个人自由参与的交易过程之中。他所诉求的“最低限度国家”批判了福利主义政策的道德正当性，继承了从洛克到哈耶克和弗里德曼等自由主义思想家的传统。根据功利原则，只要是对人类整体的利益有所促进，也是道德的行为，例如证券市场上的的一些政策往往以公众利益最大化为目标，然而，其利益获得者只是少数人，这时候，这些做法虽符合功利原则，却有违正义原则，除了正义原则外，功利主义者为了贯彻功利原则，有时候便连诚信原则都违反，假如他们认为这样做会导致更大的公共利益，而公共利益又是一个难以衡量的变量。政府干预和政府担保很多时候都是以公共利益的名义进行，却导致严重的道德风险问题。

二、社会分工、制度转型与道德风险

文明社会的基础就是道德共识（moral consensus）。德克海姆等哲学家³认为道德危机是从社会分工开始的。当进入现代的时候，分工的发展同时也就是个人主义的发展，分工深化以后，人们的信息结构受限于其所从事的工作，隔行如隔山，信息分散化分布，价值判断和利益取向开始异化。社会分工越细，信息的不对称程度随之加深，发生隐藏行动道德风险行为的概率提高，个体的道德风险（moral hazard）汇聚成整体的道德危机（moral crises），导致社会出现诚信危机。

制度的建立健全可以抑制道德风险的危害。市场制度的出现使人的基本生存手段有赖于合作和礼让，不合作和冲突的代价变得非常高昂，当社会形成对多次博弈需求的时候，会逐步排挤签约后就开始隐藏行动的交易对手。市场关系是一种普遍化的契约关系，在形式化契约关系基础上建立和运行的市场经济，其基本的道德是信用。当人们还没有取得自由契约、自由交易的权利的时候，信用也不可能普遍化成为整个社会的道德诉求。市场制度使所有的经济人不是契约的甲方就是契约的乙方，这就要求建立一套新的道德体系，其主要内容就是诚信，人人都应承担遵守诺言的义务和责任。在市场经济这种“扩展的秩序”中，企业只有建立血缘关系之外的相互信任的基础，才有可能进行不断扩大的贸易和投资，欧美社会通过界定清楚的私有产权、案例累进的法律体系而较为有效地将道德风险的危害限定在可接受的范围。

遗憾的是，在一个制度大规模转型的时代，比如目前正处于转轨经济中的中国，旧制度遭到破坏，而新制度又难以在短时间内建立或形成，常常出现不受新、旧制度约束的道德风险行为，隐藏行动行为可能比遵守契约产生更大的收益。在儒家文化传统中，没有法治精神，而僵硬的大陆法系又很难形成一种“扩展的秩序”。家庭与朋友圈内实行最大限度的协作，对圈外则采取怀疑态度。裙带资本主义也就成为必然的产物。

福山以社会学的“社会资本”概念来定义一个社会的成员相互信任、以组织形式进行合作的传统。象法国、意大利、台湾式的社会，“社会资本”以重视家族传统为核心，家族之内的人们彼此间的信任程度很高，但对家族外的人们信任程度低。因此，依赖这种“社会资本”的国家和地区主要依靠家族组带来兴办、管理企业，它们以小型的家族企业为产业的中坚力量。大企业往往由政府来兴办。而在美国式的社会，以非家族关系的“社会资本”为主，陌生人之间能够彼此信任、在一个组织里进行协作，因而能够建立起以大规模的现代

³转引自汪丁丁《道德基础与经济学的现代化》

化企业为核心的经济模式。对于本来就缺少普遍主义原则的中国社会，一旦进入现代的分工社会，又处在过渡时期，未来的一切都不确定，所有人都害怕签约后被对方的道德风险行为伤害，都倾向于一次博弈，甚至先下手为强，先打打契约的擦边球捞点私利再说。传统儒家道德和计划经济道德的基础已不复存在，与市场经济相适应的道德基础尚待确立，道德的虚化和人性的伪善暴露无遗，整体社会诚信丧失，出现严重的道德危机局面。

三、道德及道德风险的经济传统

尽管道德风险的词源已经模糊不清了，但经济学家对道德风险的关注始于亚当·斯密，《国富论》中这样写到“要想股份公司的董事们监督钱财用途，象私人合伙公司成员那样用意周到，那是难以做到的。疏忽和浪费，常为股份公司经营上多少难免的弊端。惟其如此，凡属从事国外贸易的股份公司，总是竞争不过私人冒险者。”斯密指出了股份公司董事（代理人）在监督不全的情况下不会尽力为公司股东（委托人）工作的现象，这就是道德风险问题。《国富论》的一个主要论点认为人们追求私利的行为会引导整体社会的进步。而《道德情操论》则讨论到，如果人人都是自私的动物，那么，又如何能够对人的行为做出道德判断（Moral Judgement）呢？斯密认为，在进行道德判断时，人能够想象自己是一个独立超然的第三者，得出公正的判断。重要的是人可以同情地了解别人的处境，而并不纯以自利心看待，也因为人有同情心，追求私利的倾向会得到一定的平衡。同情心是斯密界定的关于市场经济道德基础的六大原则之一，即自尊、自爱、同情、互利、正义、虔诚。

自穆勒开始一直到凯恩斯、萨缪尔逊等主流经济学派逐渐将道德问题排除在经济学研究之外，主流经济学的主体是实证经济学，其研究对象是客观的经济运行，不考虑价值与伦理道德判断。新古典经济学的工具是精密的数学和黑板上的假定，心理因素和契约精神被排除在数学符号之外，经济学与伦理学开始分道扬镳。新古典经济学是把经济人作为假定而不是对象来研究的，不去关注签约前后经济人的心理和行为，黑板上的经济人是完全理性的，虽然自私自利，不会隐藏信息和行动，也就没有道德风险问题。

然而，在主流黑板经济学之外，还有一些固守真实世界经济的大师没有放弃经济学的伦理学传统，继续探讨契约经济中的“道德”问题。人类的经济行为与其道德行为在终极目的的意义难以截然分开，如同完整的人格难以被截然分裂为所谓“经济人”、“道德人”一样。哈耶克强调了“自私”（Selfish）和“自利”（Self-interested）的区别，前者发自主人求生本能，为一己之利时刻准备侵犯他人权利；后者基于人的理性，它虽然强调自己的利益，但个体已充分认识到实现自利目标的前提是利他，自利的个体时刻准备为了改善个人利益与他人利益达成妥协（即制度体系），自利的人维护自己和他人的产权，并准备为维护合作规则而付出代价。

J·M·布坎南在《经济学家应该做什么》一书中明确指出，经济学不应将“资源配置理论”或“选择理论”置于经济学研究的核心地位。市场首先是一种关系，是人们互相进行交换的关系，同时也是一种制度，是体现人们交换关系的各种制度形式。经济学和经济学家作用就在于对市场交换中人的行为做出解释和预见。在书中的第三部分，他集中论述经济与道德伦理标准的问题，篇名称为“作为道德哲学的经济学”。贝克尔分析了道德行为中的利他现象，阿罗在分析公共选择时指出了道德规范在构成“满意的社会福利函数”中的作用。诺斯把道德作为制度中非正式约束的重要构成，相对于正式的契约约束而言，它能减少强制性执行法律和法院的费用及实施其他制度的费用，同时使人产生自我约束、自我完善的自觉性的行为。在新制度经济学体系中，“道德”作为一种“非正式约束”的制度，能够在不完全的条款之外保证合约的自我实现，而道德风险行为则增加了交易费用。科斯从产权角度对道德风险的成因和防范进行了分析。在科斯看来，道德风险行为分为两种，一种是对私人权利的侵犯，即明显的侵权行为，属于违法；另一种是由于产权不明晰而造成的“准侵权行为”，

即侵犯公共产权的行为，属于违规。对于前者来讲，由于产权是界定清楚的，只要诉诸法律，加大对道德风险者的惩罚力度，使道德风险的“成本”大于“收益”，道德风险行为便会得到有效遏止。对于后者来讲，最好的解决途径仍然是产权，当各个个体进行谈判、协商等活动的成本即交易成本较小时，通过明确各个体拥有与使用某种资源的权利，外在效应问题可以凭借各相关个体之间对他们所拥有产权的自由买卖而得到解决；当交易成本较大时，必须诉诸国家权力和法律体系去明确公共产权，违背社会公德的“准侵权行为”便成了“侵权行为”，可以通过制度体系去防范、约束和惩治。

第二节 道德风险的当代经济学解释

道德风险并非经济金融领域独有现象，在其它方面这一现象也很普遍。比如小孩的教育，当孩子意识到他的父母具备救灾能力时，他将更倾向于闯祸。保险领域的道德风险是经济学家最早关注的问题。比如汽车保险和火灾保险，一旦投了保，投保人就会放松安全检查。可见道德风险是经济生活中一种普遍现象。对于监督者而言“努力”程度是要付出成本来观测的，就会出现道德风险。道德风险的研究从保险市场出发，已经衍生到所有的委托—代理契约中。

在现代经济学文献中道德风险这个主题的复兴可以追溯到 Arrow（1971）的《风险分担理论文集》，为了补充 Arrow-Debreu 模型所要求的可观察性条件，Arrow 强调了自然状态不能被完全观测的（不可证实性或者证实具有成本），在委托—代理模型中，代理人努力的程度会直接影响目标的实现，但是委托人不能完全观测到代理人努力的水平，这就意味着签订根据个人努力水平进行支付的劳动合同是一件不可能的事情。

一、道德风险的行为经济学假定

加里·S·贝克尔（1995）将经济学的发展分为三个阶段：第一阶段仅限于研究物资资料的生产和消费结构，即传统的市场学；第二阶段，范围扩大到基于货币交换之上的商品现象；第三阶段经济学的领域已经涵盖人类的全部行为，从经济人的基本行为动机出发，对人类的决策及其行为后果作出统一的解释。人们的行为不仅受到利益的驱使，而且还受到多种因素的影响，如道德、本能、偏见、歧视和妒忌等。但这些因素在传统经济学里被有意无意地抽象掉了，因此现实中存在许多传统理论无法解释的“反常”经济行为和现象，同时经济预测也常常出现较大误差。于是以心理分析和经济运行规律的有机方法相结合为基础的行为经济学理论便脱颖而出。以西蒙和贝克尔为代表的行为经济学家致力于探索新古典假设关于人类行为在经验中的有效性的研究，并对新古典假设进行实证检验，从而根据实际经验修正新古典的有关行为假设。道德风险问题也属于第三阶段经济学所研究的领域，尤其是现代行为经济学关注的重点。

经济学家们逐渐认识到：人的行为按理性程度分为完全理性、有限理性和行为理性三类。

（一）完全理性经济人

斯图亚特·穆勒在 1848 年的著作中已经提出政治经济学是分析人的经济行为，而不是讨论社会中人类的一切行为，虽然斯密没有使用“经济人”的概念，但他那部奠定经济科学的著作就是以“经济人”假定为前提，斯密以追求自身利益的经济人为出发点，建立起古典经济学的整个体系。斯密指出，正是有了为自身利益打算的人类本性，才有了交换的倾向，而交换导致了分工，分工促进了劳动生产力的提高，从而增加了国民财富。在新古典经济学那里，“经济人”的假定有了进一步的发展，即经济人不仅追求自身利益，而且还拥有完全信息，因而他可以实现最大化的选择。出于利己的动机，理性的消费者在既定的支出限定下获得最大效用，即最大的满足；出于利己的动机，生产者在既定成本条件下实现最大的产量，或者说把他的产量确定于边际收益与边际成本相一致的水平，从而以最低生产成本生产产

品,实现了最大利润;同样是出于利己动机,要素所有者总是把要素提供给出价最高的厂商,从而获得最大的报酬。这样整个社会资源配置达到最优化,以致于在不减少任何成员福利的情况下,无法再增加任何一个成员的福利。这一状态被称为帕累托最优状态。完全理性是新古典经济人的基于信息充分的前提假设,一般均衡理论研究的是完全理性的,自私但诚实的经济人。在经济人的行为中,没有隐藏信息,没有机会主义行为,没有欺骗,交易双方对时间和状态的了解都是彻底的。这类人可以即时无成本地预测所有可能发生的事件,并筛选出最优行动方案,也就没有道德风险问题。

（二）有限理性经济人

根据西蒙的定义,有限理性指的是“主观上追求理性,但客观上只能有限地做到这一点”的行为特征。有限理性的人试图实现利益最大化,但是发现这样做要花费成本。西蒙认为要实现最大化原则,其前提条件是:(A) 理性经济人在决策开始时已经有了一个明确的效用函数;(B) 并且对每个方案所产生的结果都是明确的,这些结果能够按优先次序给以排列;(C) 理性经济人在决策前,拥有一组完备无缺的备选方案;(D) 一个使期望效用最大化的策略。显然在复杂多变的社会经济活动中,这些条件是难以满足的,因为寻找各种可供选择的替代方案是需要费用和时间的,人的计算能力是有限的,人很难得到全部的信息,这样就不可能有最优化的选择,只能是可接受的效用与满意的利润。有限理性的人意识到对交易过程中的或然事件进行考虑和订约的事前成本可能很高,许多或然事件根本无法进行预测,无法体现在合同中。合同的执行成本和状态证实成本可能很高。机会主义倾向(道德风险)可能会诱导人故意发布误导信息,或者拒绝透露其私人信息,直接导致合同风险。如果契约人有机会主义行为,他不仅不一定守约,即使守约,也可能使合同执行按照有利于他的方向发展。道德风险问题开始浮出水面。

（三）行为理性经济人

行为理性的经济人根据某些规定的行为模式(通常与最大化原则无关)行动。比如莱本斯坦(Leibenstein, 1976)的“X 低效率”理论,人们只是在感受到极大压力的情况下,才会采取极大化行动,努力对决策做出仔细计算,尽可能把工作做得最好。而在没有很大的压力时,人们只是把一部精力用于做出合理决策的所必需的信息上,而决策同时也依赖于习俗、惯例或道德规范等方面,因而并不努力追求最大化。例如企业内部的劳动、机器、原材料并没有被最有效的利用,企业并不总是采用可以降低成本的技术创新与改善管理,即存在着一种低效率。“X 低效率”就是行为理性经济人的决策。

还存在一种特殊的行为理性模式——直觉理性,也就是所谓的“跟着感觉走”,凭借以往记忆的经验 and 再认知的判断在第一时间做出选择。直觉理性理论承认了人在某种特定时间一状态下会受感情等因素的影响,和完全理性假设形成鲜明对比。

效率市场假说最先受争议的地方就是关于理性投资人的假设,行为金融学建议利用现实世界中投资人的真实行为模式来取代理性行为假设,例如,很多投资者常常凭着一些不相关的信息来买证券。个人在某些情况是风险爱好者,在某些情况又是风险规避者。另外个人在做决策时,并不是如传统金融理论假设理性的个人,会对所有的可能情境及可能性做详尽的分析,而是常常不能充份了解到自己所面对状况,会有认知的偏误(cognitive bias),常以经验法则或直觉作为决策的依据,反应在投资行为上,则有过度反应或反应不足的现象。Olsen (1998)综合期望理论与其它心理学针对决策过程的发现,将投资人决策行为归纳为下列三方面: 1. 投资者的偏好是多面的、容易改变,且常常针对特定决策形成不同的偏好。 2. 投资者会因应不同投资决策的特性以及决策环境,选择不同的决策方式与决策技巧。 3. 基于成本的因素,投资者只会寻求一个令人满意的决策,而不会寻求一个最佳的决策。

奈特(Knight, 1965)在《风险, 不确定性和利润》中指出, 研究经济组织, 需要对我们所知的人的性质和行为作正确评价。产权经济学大师科斯也强调经济学应该以人为本, 极力主张放弃新古典经济学的“人是理性的效用极大化者”的观点, 以恢复“真实的人”。新制度主义经济学的代表人物威廉姆森(Williamson, 1975)则提出“契约人”假设来增进人们对契约过程的理解。由于在契约过程中, 不确定性、信息不完全性、小数目谈判、资产专用性、可交易数量的有限性和地理位置等现象的存在致使交易费用为正, 机会主义行为就有了更多的实施空间。威廉姆森通过在经济学假设中引入社会学假设, 来弱化新古典传统假设的严格性, 使经济学研究更贴近现实的交易过程的考察。契约人无不处于交易中, 利用显合约或者隐合约来治理交易。契约人的行为不同于经济人的理性行为, 主要体现在契约人是有限理性的, 并且存在机会主义倾向。道德风险存在于有限理性经济人和行为理性经济人之中, 而完全理性的经济人假设仅仅存在于黑板经济学中, 可以推导出现实中的道德风险是普遍存在的前提假设。

二、道德风险的信息经济学分类

在信息经济学文献中, 道德风险是指签约双方由于目标的不一致, 在信息不对称而引起的对最优契约执行结果的偏离, 换句话说, 道德风险行为就是当签约一方不完全承担风险后果时所采取的自身效用最大化的自私行为。代理人的行为有可能是违反了契约, 也有可能没有违反契约, 但结果都是一样的: 因为道德风险行为使得最优契约结果发生了偏离。从主体上看, 既有代理人方面的道德风险, 也有委托人方面的道德风险。

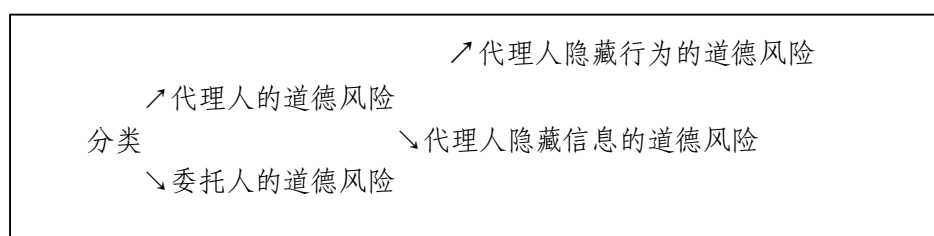
Mirrlees 将不对称信息分为两类: 一类是指外生的信息, 诸如交易委托人的能力、偏好、身体健康状况等, 这类信息不是由委托人行为造成的。某种意义上是一种先天的、先定的、外生的。这类信息一般出现在契约签订之前(ex ante)。比如一个企业在雇用工人的时候, 每个工人能力的高低雇主并不很清楚。当出现这种问题时, 就要设计一种机制, 能够获得对其有用的信息, 或诱使他披露真实的信息, 然后达到一种最好的契约安排。这类信息不对称称为隐藏信息(hidden information)(隐藏知识), 或者称为逆向选择。

第二类不对称信息是内生的, 取决于委托人行为本身, 就是说在签订契约的时候, 委托人双方拥有的信息是对称的, 但签订契约后, 一方则对另一方的行为无法监督、约束。比如在签订雇佣契约后, 工人是努力工作还是偷懒; 再如, 参加汽车保险后, 车主开车是否小心等等。这类行为发生在契约签订以后(ex post)。这种情况下, 就产生了典型的激励问题: 用什么样的激励机制能够诱使另一方采取正确的行动。比如在企业中, 雇主用什么样的工资制度让工人努力工作。这一类称为隐藏行动(hidden action)或者称为道德风险。

在契约理论文献中, 上面提到的两类情况都可以在委托—代理的框架内分析, 其中将拥有信息优势的参与一方称为代理人(agent), 没有信息优势的一方称为委托人(principal)。在法律上, 委托—代理关系的核心是委托人对代理人的行为要承担风险, 或者说代理人犯的错要由委托人来承担(当然是在授权的范围内), 也就是说, 没有信息优势的一方要为有信息优势的一方承担风险。如雇员偷懒的行为损害雇主的利益的问题就需要相应的企业制度安排来解决。

广义上的道德风险既包括代理人的道德风险, 也有委托人的道德风险。狭义上讲的委托—代理理论仅指代理人的道德风险。这类模型也是经济生活中最常见的现象。按照Arrow(1985)的观点, 代理人的道德风险模型可划分为两类: 隐藏行为和隐藏信息的道德风险。“隐藏行为”的道德风险模型主要归功于Mirrlees(1975, 1976)和Holmstrom(1979)的先驱性工作, Grossman 和 Hart(1983)在《委托代理问题分析》做了一个更一般性的解释。

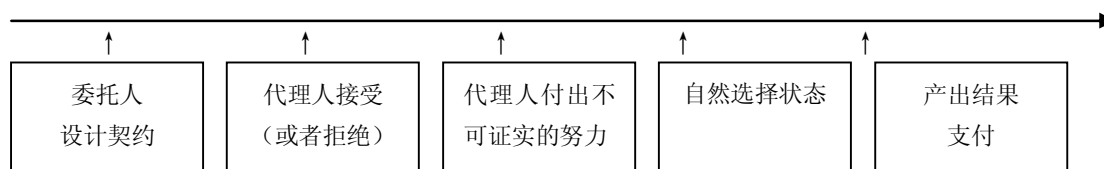
图 1 道德风险的分类



（一）、隐藏行为的道德风险

隐藏行为的道德风险出现在契约签定后，由于代理人的行为不可证实，也即是说代理人在契约关系确立后拥有私人信息：代理人选择行为（例如工作努力还是不努力），自然（用 N 表示）选择状态（State of the world），代理人的行为和自然状态一起决定产出或者结果（outcome）。委托人只能观测到结果，不能完全观测到代理人的行为过程和自然状态本身。最简单的例子就是劳动雇佣关系。

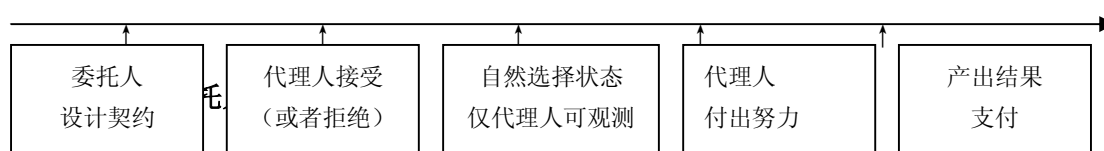
图 2：隐藏行为的道德风险博弈流程



（二）、隐藏信息的道德风险

契约签定后，代理人可以观测到自然选择的状态，委托人可以观测到代理人的行为，但不能观测到自然选择状态，代理人相比委托人拥有私人信息优势，可能产生隐藏信息的道德风险。例如，生产洗发水的外国企业 A 聘请一家中国贸易上市公司 B 作为其产品在中国的代理商，A 企业对中国的洗发水市场一无所知，B 公司在签约前也从未做过洗发水产品的销售，但签约后凭借其语言环境和上市公司的知名度优势很快掌握了市场情况（拥有信息优势），A 企业虽然可以观测到 B 公司的销售战略和手段，但却无法评价 B 公司是否是根据市场特征采取了最有力的促销手段。

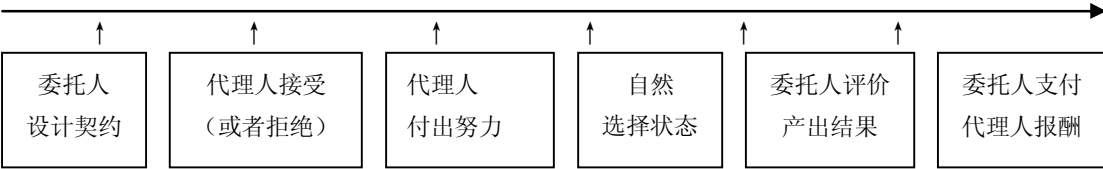
图 3：隐藏信息的道德风险博弈流程



尽管代理人的道德风险是契约理论所研究的主要方向，但在某些情况下委托人方面也存在道德风险，契约签定后，虽然委托人可以观测到产出结果并据此支付给代理人报酬，但是在许多雇佣关系中关于产出结果的度量带有很大的主观随意性，有关代理人产出业绩的信息是不对称的，代理人可能无法证实委托人观测到的东西，包括到法庭上也无法证实，在这种情况下出现委托人故意低估产出从而降低给代理人的支付报酬。比如某家族软件上市公司 A 雇佣程序员 B 开发大型操作系统软件中的一个子模块，当 B 按照合同要求设计出合格程序后，A 公司可能借口该子模块与其它模块冲突而降低给 B 的报酬，而由于商业秘密的保护，B 无

法证实 A 公司的理由是否真实。

图 4：委托人的道德风险博弈流程



三、代理理论与道德风险的治理

最早关于道德风险的文献主要研究了保险市场。在标准的 Arrow-Debreu 竞争性风险理论模型中，状态（States）是可以观察的，因而保险不存在激励和替代效应。当保险公司无法观察（或者有噪音）到状态或者个体行为时，道德风险问题就产生了。保险公司没有相应的机制促使投保人能够真实披露事件的状态和努力预防事故的程度。对意外进行保险本身就会弱化投保人采取预防措施的激励，也即替代效应。

Jensen(1983)将整个代理理论的发展分为“实证主义代理理论”与“委托人-代理人研究”等两类，前者着重于探讨代理关系双方在何种情况下会有目标冲突，以及如何运用治理机制来限制代理人道德风险行为，多数文章针对上市公司的特定个案作为实证对象；而后者则以若干设定的假设为前提，经由逻辑演绎及数学证明，找出在特定情况下的最优契约。因此，“委托人-代理人研究”重视代理理论的一般化，而“实证主义代理理论”则着重寻求治理机制，以解决特定的代理问题。Eisenhardt（1989）将代理理论归纳成下列的一张表：

表 1：代理理论

核心理论	如何决定最有效率的契约，以规范委托人与代理人之间的代理关系。
分析单位	委托人与代理人所签订的契约
行为假设	(a) 自利动机 (Self-interest) (b) 有限理性 (Bounded rationality) (c) 风险规避 (Risk aversion)
组织假设	(a) 组织成员间存在目标冲突 (b) 效率 (Efficiency) 是衡量组织效能 (Effectiveness) 的指标 (c) 委托人与代理人之间为信息不对称
信息假设	将信息视为可购买的商品
契约问题	(a) 道德风险与逆向选择 (b) 风险分摊
问题范围	探讨委托人与代理人之间的代理关系(例如：报酬的决定等)

Eisenhardt(1989)认为，代理问题主要系源于两项基本因素：1. 委托人与代理人之间目标对立；2. 委托人无法了解代理人的行为或了解的成本过高。Barnea, Haugen and Senbet(1981)则将代理问题的来源分为三种：1. 信息不对称所引起；2. 由负债融资所产生；3. 内部股东仅握有部分股权所引起。Holmstrom(1979)以数理规划的方式推导在不完美信息的前提下，最佳报酬设计的充分且必要条件，以改善代理契约的诱因机制设计，并推导出

额外信息对于最佳报酬设计的影响以及额外信息对于增进委托人与代理人双方福利的价值。他的推导方式放弃了 Spence and Zeckhauser (1971)、Ross (1973) 及 Harris and Raviv (1976) 等所使用的可能导致最佳解不存在的“一阶条件方法”(first-order approach), 并放宽了 Harris and Raviv (1976) 有关监督代理人行动的特殊限制条件, 进而推导出更为一般化的结果。后续相关研究采用的推导方式大多遵循 Holmstrom (1979) 的模式, 例如 Holmstrom (1982) 关于多人代理关系的道德风险的研究, Lambert (1983) 关于多期代理关系的道德风险的研究, 以及 Lacker and Weinberg (1989)、Laffont and Tirole (1993)、Maggi and Rodriguez-Clare (1995) 等关于信息扭曲 (information distortion) 代理问题的研究等。

Diamond (1983) 委托-代理模型假定契约有两方参与人, 委托人是风险中性的, 不能亲自经营企业, 必须雇用代理人; 代理人是风险厌恶的, 不愿意创立自己的企业, 只能依靠出卖劳动力为委托人工作才能生存。代理人的效用取决于两个因素: 努力程度和报酬水平。效用函数是报酬水平的递增函数, 但却是努力程度的递减函数。报酬多少由委托人决定, 而努力程度则由代理人自己把握。在充分信息的前提下, 代理人的行为是可观测的, 委托人能够观测到代理人工作程度的努力程度; 委托人的监督是有效的; 委托人将根据掌握的充分信息支付给代理人一个适当的固定报酬, 内生交易费用为零。而在信息不对称的情况下, 委托人不能观测到代理人工作的努力程度, 出现坏的产出水平时要起诉代理人时, 也无法提供有效证据证明代理人存在“偷懒”等道德风险行为。因此, 如果信息不对称导致委托人不能观测到代理人的努力水平, 就存在一个有效率的激励和有效率的风险分担之间的两难冲突。考虑两种极端情况。第一种是如果委托人承担全部风险并且支付给代理人一个固定报酬, 就相当于给代理人提供了一个完全保险, 这样代理人就不会选择努力最大化, 而是选择尽可能地偷懒, 比如“大锅饭”和“铁饭碗”。第二种极端情况是由代理人承担所有风险。假定委托人精确地根据产出水平来激励 (奖赏或者惩罚) 代理人, 相当于产出风险完全由代理人承担, 对于风险厌恶的代理人而言, 假如报酬不是足够地高以弥补风险的话, 代理人就不会接受这份工作。因此, 如果代理人承担所有风险的话, 那么委托人支付的报酬将很高, 得到的剩余利润将会很低。这种合约也不会是有效率的风险分担。

最好的合约设计 (次优) 是对风险分担和激励之间进行有效地折中——即所谓状态依赖合约 (contingent contract)。委托-代理模型中的相机合约不是一种劳动合约, 状态依赖合约是对产出定价而不是对努力水平定价。剩余收益权在委托人和代理人之间进行合理分配: 委托人没有要求所有的剩余收益权, 代理人通过产出的相机价格也得到了一部分剩余收益, 存在道德风险时, 尽管状态依赖合约 (次优) 不是帕累托最优, 次优反而是现实有效率的合约。Stiglitz (1974) 分成租约 (sharecropping model) 模型对此进行了研究。假定经济中存在地主和佃农, 没有保险市场可供规避风险, 地主是委托人, 佃农是代理人, 地主的土地面积是固定的, 土地的产出取决于两个因素: 气候和佃农的努力。如果地主不能观测到佃农劳动投入的大小, 只付给佃户固定工资就会产生道德风险 (工分制)。如果产出风险足够大, 最优的合约就是完全分成租约; 如果产出风险足够小, 最优合约就是完全固定合约, 如果风险适中, 最优合约就是支付给佃农部分固定租约, 部分分成租约 (包干到户)。在信息充分, 不存在道德风险的前提下, 分成租约被认为是非效率的, 因为它只给承租人他的边际产品的一部分, 不能提供完全激励。当引入道德风险所引起的内生交易费用之后, 分成租约作为次优合约设计在风险分担和激励提供的两难冲突中的作用才凸现出来, 在保险市场、劳动市场和资本市场都不发达的情况下, 分成租约就是一个有效的设计。

新古典模型大多是决策模型或者局部均衡模型, 不能解释委托代理关系的出现和发展、生产力进步和分工的演进之间的关系。新兴古典委托代理模型假定一个社会共生产两种产品: 比如粮食和衣服。在分工状态下, 农民和裁缝互为委托代理关系, 农民是裁缝生产食品的代理人, 裁缝是农民生产衣服的代理人。在粮食和衣服的交易过程中, 还存在一定的交

易风险，而这个风险又取决于生产者的努力程度，如果努力程度不能被观测，就可能产生道德风险。在分工状态下，如果低的交易风险中的所得可以抵消规避风险的高努力水平的成本，那么在一般均衡中，代理人选择高努力水平就会更好，因此，一个单个的价格合约就足以协调分工，不需要相机性的合约。假如努力规避风险的成本较高，那么相机合约对降低道德风险就十分关键。当商品的种类数超过 2 时，道德风险对分工均衡网络大小和经济发展的意义也要大得多。

道德风险的发生起因于有效率的激励和有效率的风险分担之间的两难冲突，两个参与者应该以某种比例共享收益，共担风险。但是，如果一方不能观测到另一方的努力程度，而这一努力程度又影响风险的大小，那就无法区分一个坏的产出或者结果究竟是因为不努力导致还是坏的外部因素导致。判断代理人究竟是不是在“出工不出力”是很困难的事情。经济学通常假定一个人努力的短期直接效用是负的，偷懒和搭便车等机会主义行为是最合理的行为。如果对代理人制造的产品或者提供的服务支付无差别的价格（干好干坏一个样），那么代理人将选择最低的努力水平。这样，在激励提供和风险分担之间存在一个两难选择：假如坏的结果发生，根据激励原则对代理人应该给予足够的惩罚，而根据风险分担原则这种惩罚不能太高。因此，在现实中，没有新古典意义上的最优合约，只有次优合约，应该通过对风险分担和激励提供之间的两难冲突进行有效率地折中，委托人和代理人共担风险，委托人和代理人的报酬结构要因信息的性质不同而有所不同，从而将内生交易费用最小化（杨小凯，2000）。在拟订合约条款的过程中（签约前），每个参与者都应该对另一个参与者的机会主义行为有所准备，才能确保双方签约之后的行为有所约束。

Jensen & Meckling (1976) 在文中提到当经营权跟所有权分离时，因为管理者无需承担决策的成败及全部财富效果，管理者会与外在投资者共享其经营成果及负担费用，因此管理者会发生在在职消费，进而产生过度特权消费的问题。当经营权及所有权分离时，管理者为求自身利益最大，且为确保地位的稳固，会倾向选择短期性获利、低风险、高报酬的方案，而放弃最佳方案，选择次优方案。因管理者较外部投资人拥有更多与公司未来经营有关的信息，但并没有透露给投资大众，故其公司的股票市场价格将会低于公平价格，于是便产生了代理成本⁴。Barnea et al. (1981) 也表示当信息不对称时，股东缺乏必要的信息以判断企业策略运用的好坏，管理者便有机会剥削股东的财富。

道德风险的治理主要集中于公司治理的相关文献中。公司治理是指用来降低管理者及股东之间代理问题的相关机制组合，包括了公司内部的信息系统、授权决策体系、公司内部的控制机制（如：增加管理者及大股东影响议程及发挥控制权的成本）以及外部市场的影响力。公司治理的外在市场机制包括了产品市场、资本市场、经理市场以及收购 (take over) 威胁。产品市场方面，在竞争激烈的产品市场中，将降低资本报酬率，只有当管理者有效地运用资源才能维持公司的竞争力。因此，管理者的道德风险行为将减少。在资本市场方面，当证券市场越有效率时，管理者的在职消费将会在市场上反映出来，即证券的价格将反映出管理者的绩效，因此管理者也必须承担自己特权消费及怠惰的后果。在经理市场方面，如果存在竞争激烈的外部经理市场，当公司高管不胜任时，便有被外部管理者及内部低阶管理者取代的危险，可以有效约束高管的道德风险行为。当管理当局运用公司资源而满足其自利行为时，公司的价值会下降，公司便极有被收购的可能性。一旦收购成功，接收者便将会设法使原来的管理者下台。由于现代企业的一个特征是所有权与经营控制权的分离，道德风险有可能导致股东（所有者）与经理（管理者）利益的不匹配甚至背道而驰。资本市场便利了公司控制权 (corporate control) 的转移。股东可以从业绩差强人意的经理手中夺回公司控制权，

⁴Jensen & Meckling 在 1976 年提出的代理成本结构中，代理成本分别由委托人的监督成本、管理者的担保成本及剩余损失所组成的。

以把公司的资源分配于有最高回报的用途。争夺公司控制权可以导致“收购”，即一些投资者（现有股东或新股东）联合起来把企业的控股份额买到手，从而有能力换掉原来的董事会和经理层。因为新管理班子有望更加有效率，能够致力于企业价值最大化，一群投资者（敌意收购者或公司袭击者）能够在以高于目前市场水平的价格，在资本市场上把公司的控制权竞标到手，依然能从新管理班子更有效率的经营中赚取利润。公司“收购”的主要目的是置换原来低效率的经理层代之以全新管理班子，所以这个依靠资本市场实施的争夺公司控制权的战略能给经理人员造成很大的压力与约束。Fama（1980）及 Williamson（1983）都认为董事会机制可以用来解决代理问题。Williamson 提出了「替代性假说（Substitution Hypothesis）」，认为董事会的机制跟市场接收机制具有替代性，在禁止购并或市场机制较弱的地区，董事会机制较强。

四、违法违规与道德风险行为⁵

证券市场的违法违规行为与道德风险行为是属于两个范畴的研究主题，前者主要是一个法律问题，而后者则是一个现代经济学的主题。两者又有一定程度上的交集，有些违法违规行为本身就根源于签约后的自利动机。

在契约经济理论中，给出了道德风险的严格定义——当签约一方不完全承担风险后果时所采取的自身效用最大化的自利行为。在这个定义里面，有两点需要特别指出：一是双方要签约，道德风险是签约后的行为而不是签约前。二是签约一方不完全承担风险后果。

比如张三和李四在街上走，张三突然对李四实施抢劫，张三被捕入狱。这一个违法违规的案例，但却不是经济学意义上的道德风险行为。首先张三没有和李四签订合同，即便张三和李四存在隐性契约关系，只要张三对其抢劫行为的风险后果完全负责，也不是道德风险行为。除非张三的父亲是当地的公安局长，并且长期对张三的肇事行为给予溺爱，张三在抢劫前有着对父亲再度出手相救的预期，自己出了事不用完全承担风险后果，这才是一种道德风险行为。

以证券市场的例子来讲，如果一个民营企业拿着自己的钱在股市上操纵股价，这是一个违法违规的事情；如果是一个证券公司的代理人拿着别人的钱在操纵股价，这既是一个违法违规的事情，也是一个道德风险行为。如果这个代理人仅仅是上班时间偷懒或者过度消费，没有违法违规，就只是一个单纯意义上的道德风险行为。所以道德风险行为有可能是违反了契约，也有可能没有违反契约，但有一个共同点：道德风险行为使得最优契约结果发生了偏离。

参考文献

中文部分：

1. 曾康霖，潘青木，对我国股市近期暴跌的思考[N]，经济学消息报，2001-10-12.
2. 曾康霖，简论金融中介学说的发展轨迹[J]，经济动态，2001- 11.
3. 曾康霖、尹龙、曾欣等，2001 年中国金融研究综述，[R]，中国金融研究中心研究报告.
4. 刘锡良、曾欣，中国金融体系的脆弱性与道德风险，2002 年"全球金融格局演变和中国金融安全与创新"国际研讨会（北京）工作论文.

⁵ 以下观点得益于曾康霖教授的评论意见

5. 谢平、刘锡良、曾欣等,《从通货膨胀到通货紧缩——20 世纪 90 年代的中国货币政策》[M],西南财经大学出版社,2001.
6. 陈野华. 西方货币金融学说的新发展[M],西南财经大学出版社,2001-1。
7. 陈野华,证券业自律管理理论与中国的实践[R],教育部人文社会科学重点研究基地 2001 年度重大项目.
8. 陈野华,我国非金融机构重整制度研究[J],金融研究,2001-4(19).
9. 吴敬琏,现代公司与企业改革[M],天津人民出版社,1994.
10. 吴敬琏,寻求助力 克服阻力——发展证券市场,建设现代市场经济[J],财经界,2001-3.
11. 张维迎,所有制、治理结构及委托-代理关系——兼评崔之元和周其仁的一些观点[J],经济研究,1996-9.
12. 张维迎,控制权损失的不可补偿性与国有企业兼并中的产权障碍[J],经济研究,1998-7.
13. 张维迎:现代企业理论和中国企业改革[M],北京大学出版社,1999.
14. 张五常,卖桔者言[M],信报有限公司出版,1984.

英文部分:

1. Aghion and Bolton. An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting[J]. Review of Economic Studies, 1992-59:473-494.
2. Akerlof, G. The Market for Lemons: Quality Uncertainty and Market Mechanism[J]. Quarterly Journal of Economics, 1971,(84):488-599.
3. Antle·R. Auditor Independence[J], Journal of Accounting Research (Spring,1984): 1-20.
4. Arrow·K·J. and Lind·R·C. Uncertainty and the Evaluation of Public Investment Decisions[J]. American Economic Review, 1970(vol. 60):364-378.
5. Arrunada·B. The Provision of Non-Audit Services by Auditor-Let the Market Evolve and Decide[J], International Review of Law and Economics, 1999-6.
6. Baron·D. and D·Myerson, Regulating a monopolist with unknown costs[J]. Econometrica, 1982,(50):911-930.
7. Bartlett R·W. A Scale of Perceived Independence: New Evidence on An Old Concept[J], Accounting Auditing & Accountability Journal. 1993: 52-67
8. Berglof, Erik, and Ernst-Ludwig von Thadden. The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Transition and Developing Countries[R]. The ABCDE Annual Conference on Development Economics at Paris June 1999, World Bank.
9. Breet·C·J, Focus Group Positioning and Analysis: A Company on Adjuncts for Enhancing the Design of Health Care Research[J]. Health Marketing Quarterly, 1990-7: 153-167
10. Chang, Roberto and Andres Velasco. Financial Crises in Emerging Markets: A Canonical Model[R]. NBER Working Paper, 1998.No. 6606.
11. Chang, Roberto and Andres Velasco. Liquidity Crises in Emerging Markets: Theory and Policy[R]. NBER Working Paper, 1999.No. 7272.

12. Churchill, Gilbert.A.Marketing Research-Methodological Foundations[M].Fifth Edition,(1991): 136-142
13. Cohen, J.R, L.W. Pant.An exploratory examination of international differences in auditors' ethical perceptions[J]. Behavioral Research in Accounting,1995-7:37-64.
14. Collins· M and R·Bloom·UK. Accounting:Recent developments with an international perspective Research in Accounting Regulation (Supplement)[J]. (1997):173-197
15. Corsetti, Giancarlo and Paolo Pesenti and Nouriel Roubini.What Caused the Asian Currency and Financial Crises?[R]. NBER Working Paper, (1998) No. 6834.
16. Corsetti, Giancarlo and Paolo Pesenti and Nouriel Roubini.Paper Tigers A Model of the East Asian Crises[J]. European Economic Review,(1999) Vol. 43, pp. 1211-36.
17. Daniel, Kent, and Sheridan Titman.Marker efficiency in an irrational world[J].Financial Analysts,2000-1(55):28-40.
18. Daniel, Kent, D·Hirshleifer and A·Subrahmanyam. Investor psychology and security market under-and overreactions[J]. Journal of Finance,1998-53.
19. Dasgupta·P, P·Hammond and E·Maskin. The implementation of social choice rule[J] Review of Economic Studies, 1979-46:185-216.
20. De Meza·D and Webb·D·C. Too Much Investment: A Problem of Asymmetric Information[J] Quarterly Journal of Economics, 1987, vol.102, pp.281-292.
21. DeAngelo,·L·E. Auditor Size and Auditor Quality[J]. Journal of Accounting and Economics, 1981-b: 183-199.
22. Diamond, Douglas and Philip Dybvig.Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity[J] Journal of Political Economy, 1983, Vol. 91, pp. 401-19.
23. Dopuch, N. and R. King. The Effect of Lowballing on Audit Quality: An Experimental Markets Study [J]. Journal on Accounting, Auditing and Finance, (Winter 1996): 45-68.
24. Dopuch, N. and R. King.The Impact of MAS on Auditors' Independence: An Experimental Markets Study[J]. Journal of Accounting Review,(1991): 60-98.
25. Drazen, Alan and Paul R. Masson. Credibility of Policies versus Cred ibility of Policymakers[J]. Quarterly Journal of Economics, 1994. Vol. 109:735-754.
26. Elliott, R.K. Confronting the Futures: Choice for the Attest Function[J]. Accounting Horizons (September 1994): 106-124.
27. Ezzamel·M, D·R·Gwilliam and K.M. Holland. Some Empirical Evidence from Publicly Quoted UK Companies on the Relationship Between the Pricing of Audit and Nonaudit Services[J] Accounting and Business Research (Winter 1996): 3-16.
28. Fama·E·F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work[J]. Journal of Finance, 1970-25:383-417.
29. Fama·E·F. Efficient capital markets[J]. Journal of Finance, 1991-46:1575-1643.
30. Farrelly·Gail. A behavioral science approach to financial research[J]. Financial management,1980,vol.9 no.3(Autumn):15-28.

Moral Hazard Problem of the Stock Market: Theoretical Basis and Institutional Characteristic

Zeng Xin

(Shanghai Futures Exchange Shanghai Postcode:200122)

Abstract: This article summarizes the traditional literature foundation of moral hazard from ethics, philosophy and economics. The utility of morality is the root of moral hazard problem. The author reviews the comment on which made in information economics, behavioral economics and principal-agent theory. At last, the author is trying to provide some useful methods to against the moral hazard.

Key words: moral hazard; utility of morality; rationally economic person; principal-agent theory

收稿日期: 2002-12-20

基金项目: 西南财经大学中国金融研究中心资助项目

作者简介: 曾欣(1973-), 男(汉族), 四川成都人, 西南财经大学中国金融研究中心博士, 上海期货交易所研发部。