

导 论

一、问题的提出和选题的意义

证券市场在一国经济发展中起着重要作用，这是因为它具备直接融资、提高投资流动性、减少投资风险以及促进上市公司效率等基本功能。证券市场的这些经济功能是互相关联的，例如企业的融资方式不可避免地会影响企业的经营机制。在以美国为代表的发达国家，证券市场的有效性程度高，证券市场不仅较好地发挥了直接融资的作用，在监督公司治理以及分散投资风险方面也起到积极的作用。在发展中国家，由于资本形成是决定其经济发展的关键因素，这使发展中国家的新兴证券市场成为储蓄转化为资本的一条主要渠道，而证券市场对企业的监控以及分散投资风险的作用相应较弱，证券市场的有效性较低。

除证券市场的功能定位不同以外，不同国家证券市场的有效性也与证券市场基本功能的实现，还与该国证券市场的投资者结构密切相关。资金要配置到利润较高的投资项目上，市场要形成对企业有效的监控，这些优胜劣汰与筛选配置的功能都是通过投资者的决策来实现的，投资者的价值取向与

① Ross Levine. 1996. *Stock Market Development and Long - Run Growth*. Working Paper 2447. www.worldbank.org

行为模式将直接影响证券市场实现这些功能的效率。在发达国家，证券市场的投资者结构以共同基金、养老基金、保险公司、投资公司（银行）和商业银行等机构投资者为主，证券市场的机构化较好地促进了证券市场基本功能的实现^①。而在发展中国家，受经济发展水平、人均国民收入、证券市场规模以及证券投资工具的影响，证券市场的投资者结构以中小投资者为主，证券市场的有效性程度较低，且表现出明显的非理性特征。

证券市场微观结构理论作为西方金融经济学的一个新的分支，主要研究证券市场交易过程的组成要素。它的一个重要研究对象是包括非专业投资者在内的各类市场参与者。对新兴证券市场来说，这一研究视角尤其重要。以中国为例，证券市场的特征是以个人投资者为主。1997年（深、沪证券交易所）A股开户总数3316.55万户中，个人投资者为3304.06万户，占开户总数的99.62%；机构投资者为12.49万户，占开户总数的0.38%。而在个人投资者中，有72%以上的投资者的投资金额小于10万元^②。这种以个人投资者为主的证券市场具有市场规模小、投机盛行和机会主义倾向严重的高风险特征，中小投资者的利益得不到应有的保护；另一方面，在广大中小投资者的价值取向、行为模式与市场价格的波动之间，又存在很强的互动性。它使证券市场

莫迪尼亚尼。资本市场：机构与工具。经济科学出版社，1998。第12页

王开国。中国证券市场跨世纪保护研究。上海财经大学出版社，1999。第276页

基本功能的发挥受到较大影响。中国证券市场表现出来的股票价格波动剧烈、换手率高与市场有效性呈弱型有效，是与这种以中小投资者为主的投资者结构密切相关的。在新兴证券市场上，干预是必须的，伴随市场的成熟与市场机制的完善，从长期看政府管制的范围会逐步缩小。近期中国证券市场从规模与信息的市场力量上看，个人投资者中的中小投资者属于弱势群体，对这部分投资者的合法利益进行保护，从效率上讲是证券市场的帕累托改进。另一方面，这种保护作为对证券市场投资者主体的培育，可以为证券市场的规范与发展奠定理性的微观基础。

对证券市场投资者利益保护隶属于证券监管范畴。作为一个务实性较强的课题，海外的研究往往倾向于就某项具体的监管政策进行细致探究，以及在法学范畴中对有关政策和法规做出评价。近年来，国内理论界在讨论证券市场监管时，已开始关注投资者利益保护问题，但从总体上看，受政策导向的影响^①，相关的研究较为肤浅和零散，对有关投资者利益保护的理论及其发展的介绍很不完备，尤其缺乏一个全面的理论框架。基于此背景，本书运用资本市场理论、金融市场微观结构理论、交易费用与信息经济学、管制经济学以及会计学 and 法学的一些基本理论和较为简单的博弈论分析工具，对该问题进行研究，力图建立一个关于证券市场投资者利益保护的较为全面的经济学分析框架，以期对中国证券

在中国，证券市场的功能定位主要是为企业筹集资金，以及配合国有大中型企业转化经营机制。由于过分强调证券市场的融资功能，在很大程度上投资者的利益并没有得到真正的重视。

市场的效率提高、功能完善和市场化进程的加快提供一些可行的思路。

二、本书的基本假设与分析框架

本书的研究立足于证券市场的微观结构——投资者结构，研究在新兴证券市场上如何从制度上完善对投资者的保护，并说明这种保护本身如何通过建立公正、有效和透明的市场秩序来增进证券市场的效率和完善证券市场的基本功能。所有的研究问题源于一个中心假说：新兴证券市场具有区别于成熟证券市场的投资者结构——证券市场机构化程度低，中小投资者为数众多，影响广泛。在证券流通市场和公司治理结构中，中小投资者（小股东）的利益易受侵害。通过信息披露、禁止内幕交易和禁止操纵这三个方面的政府监管，以及投资者保险制度的设计，可以较好地实现对投资者利益的保护；而基于投资者利益保护的政府干预，有助于增进新兴证券市场的效率，促进新兴证券市场功能的实现并推进其市场化的进程。

为检验这一假说，研究围绕以下问题展开：

1. 什么是证券市场的投资者？在证券市场上，中小投资者区别于大投资者的行为特征与投资风险分别是什么？
2. 证券市场上投资者利益保护的涵义以及中小投资者利益保护的涵义和目标？
3. 什么样的信息披露制度设计能够致力于投资者利益的保护？
4. 如何防范与禁止内幕交易使投资者免受侵害？
5. 如何禁止证券流通市场上的操纵行为以及如何在公司

司治理中保护小股东权益？

6. 关于建立中国投资者保险制度的构想。

围绕这些问题，本书力图建立一个关于新兴证券市场投资者利益保护的较为全面的经济学分析框架。该框架由三个部分构成：第一，证券市场投资者行为及投资者结构分析；第二，对投资者利益进行保护的涵义、目标和理论依据；第三，如何建立完善的投资者保险制度。如图 1 所示。

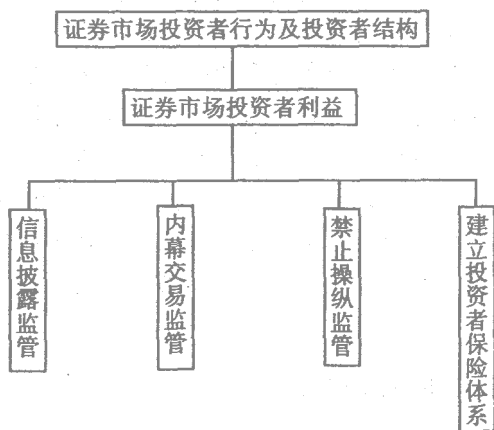


图 1 本书逻辑结构图

在具体内容上，按研究的专题设置，全书共分为六章。这六章可以概括为三个部分：第一部分是本书的立论部分，分别对证券市场投资者和投资者利益保护这两个概念进行了定义，并对投资者行为和投资者结构进行了分析；第二部分从证券监管的信息披露监管、内幕交易监管和禁止操纵监管

这三方面内容来分析对投资者利益的保护；第三部分分析了证券市场国际化、信息化对投资者投资行为的影响，在此基础上，对建立中国的证券投资者保险制度和证券业保险体系进行了构想。

必须指出，贯穿本书的一个重要假设是：证券市场当中存在的问题，并不是市场本身造成的。证券市场的表现（或者说特征）在很大程度上反映的是证券市场参与者的行为特征。从微观经济学对市场结构的分析，例如对完全竞争市场或是寡头竞争市场的分析可以看出，不同市场特征的形成实际上是由作为市场参与者的企业的行为来决定的，结构不同的市场，绩效各异。与此相似，本书假定，不同证券市场表现出来的不同特征与该市场的参与者——投资者主体及投资者结构密切相关，以机构投资者为主的证券市场有效性较强，而以中小投资者为主的证券市场则表现出明显的非理性特征。明确这一基本假设对理解本书的主要观点是非常重要的。

三、本书的主要内容

本书的第一部分是立论部分，包括第一章和第二章。在第一章中，本书对证券市场投资者进行如下定义：“证券市场上的经济行为体，根据所获取的相关信息决策，追求风险既定下的最大收益或者收益既定下的最小风险，并承担由此选择带来的后果”。此定义主要参考了阿罗的经济行为体及其决策的有关内容。然后，对投资者作为证券市场参与主体的主要类型进行了一般性介绍，并对个人投资者的类型进行了理论上的区分：信息驱动与价值驱动；知情交易与未

知情交易。在第二节中，本书对投资者行为的有关研究进行理论上的回顾。主要包括凯恩斯基于心理预期提出的投资者受“动物血性”驱动的投资行为；20世纪70年代以夏普集大成的建立在理性预期假定上、使用方差风险收益方法计算的资本资产定价模型，这是一般均衡的投资者行为模型；以及在此之后，以席勒为代表通过对股票价格的实证研究所揭示的投资者一些非理性特征；最后介绍了20世纪80年代开始的行为金融（behavior finance）研究中的两个模型对投资者的过分自信、非贝叶斯预测、回避损失和心理会计、减少后悔和推卸责任，以及合成谬误这些特征对投资行为的影响。在第三节中，本书对证券市场的投资者结构进行了阐述，对机构投资者与个人投资者进行了区分，在此基础上，对中小投资者进行了理论上的界定：“投资金额较少，信息搜寻的平均成本较高，在信息不对称中处于劣势地位的证券市场上的非专业个人投资者，是完全的价格接受者。”并分析了中小投资者所面临的在专业的机构投资者面临的投资风险之外的风险，以及他们在进行投资决策时区别与大投资者的行为特征。由此指出，本书的研究对象是从事正常投资活动，追求利润最大化的投资者，既包括机构投资者，也包括个人投资者。而在个人投资者中，主要是以中小投资者为主。

在第二章中，本书首先对新兴证券市场政府干预的理论依据进行了综述。本书指出，投资者利益包括两个部分：一是信息获取权；二是平等交易权。以此为基础，本书对证券市场的投资者利益进行了界定：“合法地获得有关上市公司政府的证券监管部门和其他市场主体可能引起证券价格变动

的各种信息的权利和平等参与证券交易的权利”。然后，对投资者利益保护进行了界定：“为维护证券市场的正常秩序，矫正证券市场失灵给投资者带来的实际损失和潜在损失，由政府及其监管部门对证券市场上各类活动的各类主体的行为进行的监督、管理和引导。”由此明确对这一问题的研究属于证券监管的范畴。在此基础上，本书阐述了投资者利益保护的涵义、目标和理论依据，指出只有建立公正、有效和透明的资本市场秩序，才能从根本上保护投资者的利益。投资者利益保护的内容包括以下两个部分：一是对信息披露、内幕交易和禁止操纵的监管；二是建立中国投资者保险制度和证券业的保险体系。基于中国证券市场弱型有效的背景，在第四节中，本书得出从投资者的信息获取权和平等交易权这两方面来看，现阶段中国证券市场投资者的利益没有得到真正保障的结论。上述投资者利益保护的四个方面：信息披露监管、内幕交易监管、禁止操纵监管和建立投资者保险体系，在中国都需要得到切实地改进和完善。本书随后各章即围绕这四个方展开。

本书的第二个部分始自第三章，主要是围绕信息披露制度展开。首先是对证券市场上的信息做出如下概述：信息是证券市场上一切可能引起证券价格变动的事件，包括各种价格信号和非价格信号。这个定义主要参考了阿罗关于“信息是对不确定性的负量度”的思想。信息具有减少不确定性的功能，投资者对信息的搜寻要付出成本，由于信息具有类似公共产品的特征，决定了它区别与私人产品的供求关系以及大投资者在投资决策中信息搜寻的规模效应和中小投资者较高的信息搜寻成本。接着，本书介绍了证券市场的两种信息

反应：一是以完全信息和同质预期为前提的价格决定的存货模型；二是在不完全信息下由知情交易者、做市商和未知交易者之间的价格决定（Glosten - Milgrom 序贯交易模型）。并且从信息的性质和知情交易者的数量直接影响价格决定这个角度出发，揭示信息与市场效率之间的理论关系。在此基础上，本书从信息有用性（information usefulness）、披露质量、披露渠道和披露技术这四个方面对信息与信息披露之间的关系进行了说明。然后，开始对信息披露的两种制度（自愿披露制度与强制披露制度）的理论依据进行讨论。首先，从博弈论的思想出发，解释上市公司进行自愿披露的激励，即竞争市场的价格表现机制和业绩优良的上市公司，可以通过自愿披露这个行动来进行信息传递，所以证券市场作为一个竞争市场不需要强制披露；而强制披露制度主要是从证券市场的信息不对称引发证券市场失灵（道德风险和逆向选择）的角度出发，认为：为节约交易成本和保护投资者利益必须由政府来执行强制披露，以弥补作为公共产品的信息的供应不足。对这一思想的主要批评来自施帝格勒和波斯纳，认为强制性信息披露增加监管成本，且并不利于投资者。本书对这两种思想进行了阐述。针对世界各国普遍存在的以强制披露为主、自愿披露为辅的信息披露制度，以及发达国家鼓励自愿披露的趋势，本书从经济机制设计理论出发，提出在新兴证券市场上市场力量和自利本性不能代替强制披露的观点。要改进信息披露效率，在信息披露的机制设计上要重视上市公司作为代理人激励相容的约束，加强对违反信息披露义务的惩罚。通过增加证券价格变动中对披露信息的反应成分，减少操纵成分，来增强证券市场的透明度，保护投资

者利益。

第四章的主要内容是内幕交易监管，这是证券监管中最难驾驭的一个领域。首先需要内幕人、内幕信息和内幕交易行为进行界定。内幕人是指包括上市公司、证券经营机构、投资银行和其他中介机构中的内部董事、管理层和办公室秘书等，以及可能接触得到影响该公司证券价格变动的内部重大事件的人士（这里的界定主要是以美国《1934年证券交易法》中对内幕人的规定为参考，是一个比较宽泛的规定）；内幕信息是指只有内幕人士知悉、尚未公开、具有价格敏感性信息；内幕交易行为是指内幕人士在信息公示之前利用该信息所进行的赢取利润或规避风险的交易行为。本书对内幕信息在不同效率（弱型、半强型和强型）证券市场上可能产生的不同影响进行了分析，阐述了证券市场微观结构理论中关于内幕交易几个模型的基本结论：知情交易者对私人信息的垄断会降低市场效率，由于可以通过选择交易策略来最大化其私人收益，所以交易量和交易时间的选择会影响信息在价格中的反应，在交易过程中对信息的揭示是不确定的，而且知情交易者数目的增加会减少未知情交易者的福利。在此基础上，本书对内幕交易监管做了法学意义和经济学意义上的分析，对前者主要是从内幕人士的“信用责任”和“私有内幕信息”进行分析，而对后者主要是围绕市场效率和公众信心进行分析。对中小投资者来说，内幕人的获利与避损是以他们的利益为代价的（这其中并不排除有少量中小投资者也因此获利，但数目甚少可忽略不计），同时内幕人的行为在公开后，对中小投资者会形成示范效应，这是由他们的行为特征所决定的趋利避害的理性决策，从而使他们

倾向于成为信息驱动投资者而不是价值驱动型投资者，不利于理性价值观念的形成。由于内幕交易的隐蔽性，对其实际行为界定成本很高，监管难度很大，本书指出基于中小投资者利益保护的内幕交易监管，除加强披露之外，应当建立民事赔偿制度。与此同时，证监部门在进行监管时，要提高透明度，以减少中小投资者为避免与内幕人士交易而产生“逆向选择”以及为克服这种“内幕信息走势”而产生额外的交易成本，通过建立共同的道德准则来树立投资者信心（public confidence）。

第五章是禁止操纵监管。证券市场的价格操纵行为是指利益主体通过人为地、有意识地抬高、压低或稳定证券价格来影响与诱使其他交易者交易证券，从而为自己谋取利益的行为。操纵行为包括直接的价格操纵和间接的价格操纵。在直接操纵中，既包括了大投资者与中小投资者之间的博弈，也包括大投资者之间的博弈，前者可以用“智猪模型”来进行说明，只是中小投资者所处的信息不对称使他们远不如完全信息下的小猪幸运，只有少量有分析能力的中小投资者才能赢利，而绝大多数是屡屡上当亏损；后者类似于寡头垄断市场结构中潜在进入者和在位者之间的博弈，博弈结果是制造股市泡沫。间接的价格操纵，是指如通过“调节利润”等方法来影响公司红利、股息政策从而影响证券价格走向。对禁止操纵监管的理论依据主要是从市场结构理论出发，分析以垄断为本质的证券价格和数量的操纵对证券市场有效竞争的损害，即市场价格信号失灵或无法反映真实证券价值，阻断证券价格对真实信息的吸收从而降低市场有效性，进而误导资金的配置。就中小投资者利益来看，操纵者凭借资金与

规模优势来支配市场价格与数量，必然要侵害普通投资者的利益，人为增大市场风险，降低二级市场的流动性。所以中小投资者的利益损失除实际的亏损外，还包括因流动性降低带来的潜在损失。另一方面，本书还讨论了小股东权益问题。对少数股东权益的保护，是近年来法学、经济学研究的一个重要问题，在由不同的法律价值取向决定的不同法律环境下，企业通过证券市场融资的效率是不同的。维护小股东（投资者）权益，将使公司更加关注股东利益，促使管理层形成创造长期效益的理念，这将使资金的使用更为有效。同时，也有利于提高企业外部融资能力，促进一国资本市场的发展^①。所以通过分析如何对股东权益进行保护的不同法律及其执行效果，可以解释为什么各国资本市场的深度与广度会存在很大差异。而对小股东权益保护的制度性安排，有赖于公司治理结构中剩余控制权和剩余索取权的对应安排，以及更为广泛的财产所有权的明确。在新兴证券市场上，价格操纵与对中小投资者权益的侵害比较突出，要通过公正、有效和透明的资本市场秩序的建立来保护广大中小投资者的合法利益，需要得到法律环境与产权制度的配合。

在第六章中，本书首先分析了证券市场国际化、信息化与投资者行为。本书指出，随着证券市场国际化与信息化的发展，投资者的投资风险和投资收益的构成以及投资行为都会发生变化。从封闭的国内市场延伸到国际化、信息化的市

国内理论界和企业界有一种观点认为，因为小股东可能更重视短期的股息和红利政策，所以重视小股东利益会影响企业的经营与发展。对此观点，本书持否定态度。

场，从基础证券市场延伸到证券衍生市场，投资者在证券市场国际化中能够分享到国际资产组合和衍生证券产品带来的收益，也可以享受交易技术的进步带来的交易成本下降和作为小股东参与公司经营管理的便捷。但是证券投资也将具有更大的不确定性，国际化与信息化的双重背景将加大中小投资者的知识存量风险，通过共同基金来进行证券投资将成为比中小投资者个人投资决策更好的替代方式。随着证券市场的逐步开放，外国券商的引入和放松监管的种种措施^①，将会加剧证券业的有效竞争程度，所以对中小投资者利益的保护制度也应该相应得到不断完善。从第二节开始，通过借鉴美国的证券投资者保护制度，本书提出了关于建立中国的证券投资者保护制度和证券业的保险机制的构想。美国的证券投资者保护制度包括三个部分：建立证券投资者保护公司（简称 SIPC）；严格实行顾客整体资产保护制度；市场化的共同基金自发性行业保险。证券投资者保护公司是一个联邦注册的非赢利会员公司，为陷入财务困难的证券经纪商的客户和国家交易所的成员单位提供资金保护。其作用类似于为银行存款提供保险的联邦储蓄存款保险公司；顾客整体资产保护是一项旨在以集体分离顾客资产形式确保清算时经纪人和证券商有足够的资产补偿顾客账户的制度；共同基金行业保险作为非正式制度安排，它提供了一种以市场为导向的基

比 如 美 国 于 1975 年 证 券 修 正 案 中 取 消 了 对 股 票 经 纪 业 务 收 取 固 定 的 费 用 率 ， 而 改 成 经 纪 人 自 行 决 定 手 续 费 比 率 ， 由 于 竞 争 加 剧 许 多 证 券 公 司 纷 纷 破 产 ， 但 到 1980 年 以 后 ， 证 券 业 的 税 后 利 润 开 始 超 过 银 行 业 ， 因 为 手 续 费 的 自 由 竞 争 保 护 了 高 效 率 的 经 纪 公 司 的 利 益 。

金业务的风险控制方法。

以美国的经验看，SIPC 赔偿计划和顾客整体资产分离制度共同为中小投资者提供了高水平的保护。但是任何保险体系，无论其结构设计多么完善，都不能避免由于被保险者的道德风险和逆向选择引起的社会成本。讨论中国是否能借鉴美国的证券投资者保护制度以及如何借鉴的问题，必须对证券投资者保护制度在金融体系安全保障中防范系统风险的作用和它所引起的证券商与投资者的道德风险和逆向选择这两方面进行权衡，并综合考虑具体的金融结构、金融资产的证券化程度、证券商的管理水平，以及广大中小投资者的风险意识和心理承受能力等诸多因素。目前，中国居民金融资产的证券化率较低，发展潜力很大，但证券市场能否吸引更多的个人投资者，取决于有价证券在居民金融资产选择中的吸引力及广大中小投资者证券投资信心。由于体制方面的原因，在对证券进行投资时，中国居民的风险意识较弱。中国居民对金融体系仍有信心，不是针对某个银行和某家证券商，而是针对政府的。在市场化进程中，居民回避风险的意识会逐渐增强，并且由国家支持，以行业组织的形式，对投资者提供顾客账户保险，也将帮助中小投资者树立信心。同时，从证券商的管理水平和行业竞争程度来看，到目前为止，中国内地尚未出现证券公司支付困难破产清盘的事件，但证券商的流动性支付风险是存在的。证券法的出台，明确了对证券公司实行综合类与经纪类分类管理，而 WTO 服务贸易协定的逐步实施，外国券商被允许进入国内证券市场，都将使券商经纪市场竞争更为激烈。券商经纪业务风险水平的高低，取决于其管理水平、内部控制及作业人员素质。在

中国现阶段这样一个中小投资者占主体的投资者结构背景下，如何有效地防止不当经纪行为给中小投资者造成损失，另一方面又能正常的扩张证券公司的经纪业务，建立投资者保护制度应当是一个可行的办法。考虑到中国经济改革渐进性的特点，在本书看来，政府干预是必要的，有效的干预与监督有助于加快市场化的进程，问题的难点在于干预的程度与方法。最后，本书对建立中国的证券投资者保护制度提出了具体的设想。

四、本书的研究特点和研究方法

在本书的撰写过程中，借鉴了许多前人的研究成果，参阅了大量中外文献，这在很大程度上支持和丰富了本书的研究内容。在研究方法的选择上，考虑到需要服从于本书选题和研究目的，采取的是比较典型的规范研究，通过对经济现象的描述和剖析，得出一些基本的结论。全书以定性分析为主，比较分析的方法运用较多。

本书的研究建立在前人研究的基础之上，但自身也具有一些特点。最突出的特点体现在研究视角上。本书指出，证券市场当中存在的问题，并不是市场本身造成的。证券市场的表现（或者说特征）在很大程度上反映的是证券市场参与者的行为特征。所以，本书从证券市场的投资者结构这一角度出发，分析证券市场参与主体的行为特征对证券市场有效性的影响，并据此得出有关新兴证券市场的一些基本结论。从这个意义上讲，本书具有一定的创新意义。

第一章 证券市场投资者、投资者行为及投资者结构分析

第一节 证券市场投资者概述

一、证券市场投资者定义

(一) 经济行为体

在一个经济体系中，各个经济主体——厂商、消费者、投资者和政府在实际经济活动中都需要做出选择，因而他们最显著的特征就是行动。从这个意义上，阿罗给他们起了一个共同的名字叫做行为体 (agents)^①。要做出选择就意味着他们有各种备择方案。行为体所选择的是一系列可能性中的一种可能且选择结果是不可避免。对一个消费者来说，可获得的可能性或机会是由他的收入水平和他为所具有的不同使用价值的商品支付的价格来决定的；对一个企业来说，可获得的机会可能是现在和将来技术切实可行的所有投入与产出的可能结合。而对于一个投资者来说，可以得到的机会就是在未来从目前备选的各种投资组合中获得的基本利润。这里，作为投资者的经济行为体具有经济人特性，其基础是亚

当·斯密在《国富论》中表述的基于个人利益的利己主义，以及威廉姆森所揭示的具有随机应变、投机取巧和利用一切机会为自己谋取更大利益的行为倾向，即必须由契约与法律来控制的机会主义与倾向^②。

（二）不确定性与风险

有关风险与不确定性关系的研究最早出自奈特（1921年）所著《风险，不确定性与利润》一书中^③。他认为真正的不确定性与风险有着密切的联系，也有本质的区别。不确定性是经济行为人面临的无法充分准确地加以分析、预见的各种因素，这些因素将直接和间接地影响经济活动。而风险不仅取决于不确定性因素的不确定性程度，而且取决于收益函数的性质。对此，阿罗是这样阐述的——“作为单个经济行为体，投资者的收益都是在未来实现的。关于未来，一个最引人关注的特征就是我们不能完完全全地认识它……因此，在决策过程中，无论是在经济领域或是其他方面，对于我们来说，可以得到的机会以及我们决策的后果，都是不完全确知的”^④。当存在不确定性时，投资者的决策就具有风险。不确定性与风险有联系但又是两个不同的概念。不确定性指某项事件发生后其结果的或然性（直观上很容易理解的

亚当·斯密国民财富的性质和原因的研究，下卷，商务印书馆，1972，第27页

② 威廉姆森，生产的纵向一体化：市场失灵的考察，载于企业制度与市场组织——交易费用经济学文选，上海三联书店，上海人民出版社，1996，第78页

刘立峰，宏观金融风险，中国发展出版社，2000，第7页

肯尼斯·阿罗，信息经济学，北京经济学院出版社，1989，第158页