



在內地證券業陷入行業危機，政府頻頻出手挽救背景下，業界和公眾反覆訴求的證券投資者保護機制終於出台。相關中央政

內地證券投資保護基金尚須完善

府部門在九月底正式頒布《證券投資者保護基金管理辦法》（《管理辦法》），依《管理辦法》設立的國有獨資「中國證券投資者保護基金有限責任公司」（保護基金公司）也在次日開業，其職責包括監察證券公司風險，參與證券公司風險處置，並在證券公司不能持續經營時，按照國家有關政策規定對債權人予以償付。

投資者保護基金這一維護資本市場公眾投資者利益的制度設計，始於上世紀七十年代。當時與內地證券業目前情況類似：一些國家的證券經紀商頻頻破產倒閉，投資者保護基金損失慘重。監管當局為維持投資者信心，防止金融風險傳遞和擴散，創設以重點保護中小投資者為宗旨的投資者賠償基金制度。投資者保護基金在運作中，基金運作機構通過監控有關證券公司的財務狀況，以及行使代位求償權參與清算的監督作用，還衍生出補充自律監管體系的功能。

不良貸款變相貨幣化

內地適時推出這一制度，是向市場化的正確方向邁出了一大步，但在「券商謝幕，政府埋單」的行政關閉模式面臨可持續性和合法性雙重複雜的背景下，內地這一以證券商退市成本市場化為目標的制度建設，也面臨着如何克服證券投資體制性缺陷的諸多挑戰。

內地在行政關閉證券公司的過程中，大量動用了中央銀行的再貸款，完成對於個人投資者的保證金補償，這一辦法實際是內地政府解決問題金融機構的一貫模式。僅在國有銀行不良資產剝離中，內地央行向四家資產管理公司發放的再貸款就已達到五千億元以

上；此外，多年以來向地方政府發放再貸款也超過千億元！與國際上央行再貸款一般通過票據再貼現的方式發放不同，內地央行多採用信用方式再貸款，發放出去之後往往很難收回，成為央行的不良再貸款。

延續「政府埋單」思想

內地央行再貸款問題重重，深刻反映了內地金融體系的行政干預的根深蒂固和錯綜複雜。再貸款即等於央行投放基礎貨幣，過剩貨幣要由全社會承擔，誘發通貨膨脹。



投資者保護基金以重點保護中小投資者為宗旨

通過央行再貸款解決問題金融機構，無異於把不良貸款「貨幣化」，註定只能是階段性的無奈之舉，最終需要通過市場化的替代制度設計，化解金融風險，平復經濟運行。

內地推出投資者保護基金一定意義上，也是出於規避再貸款的弊端，但是一個悖論是，在《管理辦法》要求央行安排發放專項再貸款，墊付基金的初始資金，據預測，此項再貸款在六百億元左右。由此可見，破解再貸款的道德風險尚須時日。

根據《管理辦法》，基金公司的註冊資本來自財政專

項撥款，啟動資金通過央行的再貸款解決，可見內地保護基金初始資金均源自政府；後續基金資金則主要來自證券交易手續費、證券公司營收、證券發行凍結資金利息和追償受償收入等。必要時，還可通過發行債券等方式融資。由此可見，內地保護基金的資金來源依然延續了「政府埋單」的思想，即主要通過注入政府資源，解決基金建立問題。

與國際同類基金由證券商共同出資建立區別很大，這恐怕與內地保護基金推出處於證券行業危機，自顧不暇有關。由此造成的政府主導也就順理成章了。但是在後續資金來源上，似乎應該增加將對於證券交易違規方的處罰收入納入到證券投資者基金，並考慮從上市公司的募集資金中按比例徵收一定的費用。

從其制度設計目的出發，保護基金使用上須遵循嚴格的「有限賠付」原則，此點在管理辦法裏也沒有明確。因為從本質上來說，保護基金相當於政府和證券交易所、證券公司等業內機構，為大眾投資者購買的一筆保險，目的在於增強投資者信心，維護資本市場信用。因而，如果券商倒閉破產後，投資者可從基金獲得全額賠付，將帶來巨大的道德風險；投資者將喪失選擇證券公司的動力，證券商形成的優勝劣汰作用將大為減損，甚至出現劣質公司淘汰優質公司的逆向選擇機制，從而實質上誘致和放大證券公司的行業風險。

信用保障體系走向市場化

在更為廣闊的視野中，投資者賠償基金制度的建立和完善，是世界各國保護金融市場參與者計劃的重要組成部分，與之並列的是規模更大的存款保險制度和保險購買人保護制度。更有國家已嘗試建立統一的金融服務賠償體制，例如二〇〇一年，英國即把這三種性質相通的投資者保護制度統一為新設立的「金融服務賠償計劃」。

內地順應經濟改革市場化趨勢，試圖逐步改變一直實行的對金融機構風險採取全額買單、對個人債權進行隱性國家擔保的保險制度。今年一月一日，首先出台《保險保障基金管理辦法》，現推出《管理辦法》，而《存款保險條例》也正在起草過程中。這些制度創設表明，內地金融機構對個人債權的償付機制也在經歷巨大的轉變，政府信用將逐步在金融業退出，由上述三種保護和保險金構成的市場化的信用保障體系正在逐步形成。

何順文 浸會大學工商管理學院院長兼教授
李元莎 浸會大學工商管理學院博士研究生