

摘 要

本着保护中国证券市场中小投资者利益、维持投资者对中国金融体系的信心以及完善我国自律监管体系的原则,在借鉴西方发达国家在证券投资者保护领域的先进经验的基础之上,并结合中国证券市场现有的法律法规体系、市场规模以及相应的监管模式等实际情况,本文分别对中国证券投资者保护基金公司的运营模式、保护基金的筹集、赔偿机制、赔偿比例、储备基金的运作以及完善中国证券投资者保护基金筹集与管理的措施进行了研究。

西方发达国家,尤其是那些证券市场比较发达的国家在证券投资者保护领域有着非常成熟的发展经验,并且不同国家有着不同的法律法规体系以及相应的金融市场特点,而这些都决定了各国证券投资者保护基金运作模式不同,但是,总体看来,其运作模式主要包括两种:独立模式和附属模式。具体的赔偿条件、赔偿对象、赔偿比例以及储备基金的来源都有所不同,但是他们也有一些共同点,例如赔偿条件都是金融中介机构破产等退出引起的中小投资者损失,保护基金的来源主要来自于会员的缴费、储备基金的投资收益、借款、罚金、官方拨款等,不同国家的收取比例不同。

结合中国证券市场、相应法律法规体系、证券行业监管的实际特点,中国证券投资者保护基金采用独立模式,这样可以摆脱行政权力的影响,保持第三方的独立性和权威性。本着权力与义务相匹配、充足与适度以及灵活等原则,中国证券投资者保护基金的主要来源包括会员收费、中国人民银行授信的融资额度、中华人民共和国的财政借款以及其他,对储备基金进行了估算并建立了相应的会员缴费模型,最后对基金的赔偿条件、赔偿对象进行了确定,即所有在中国境内注册的证券公司以及参与国内证券交易所上市所有产品投资的中小投资者,并建立了赔偿比例模型。

文章最后对完善我国证券投资者保护基金提出了相应政策建议,其中包括扩大保护基金的来源、完善救济与运作模式、完善我国证券公司的行业信用体系、完善相关法律法规制度以及采用适当的投资者保护基金监管模式等。

关键词: 证券投资者保护基金 运营模式 保护基金筹集 赔偿比例 储备基金

目 录

引 言.....	1
第 1 部分 发展中国证券投资基金保护基金公司的重要意义	3
1.1 保护中小投资者的权益	3
1.2 维持投资者对金融体系的信心	3
1.3 自律监管体系的补充	4
1.4 化解证券公司破产风险，实现证券公司风险共担	5
第 2 部分 发达国家证券投资基金保护基金的筹集与管理经验比较	6
2.1 各国投资者保护基金的运作模式	6
2.1.1 独立模式（美国、英国、德国）	6
2.1.2 附属模式（香港、台湾）	9
2.2 各国在该领域的相关法律法规以及相应的机构设置	9
2.3 投资者赔偿制度的国际经验	10
2.3.1 赔偿条件.....	11
2.3.2 赔偿对象.....	11
2.3.3 赔偿限额和比例.....	12
2.3.4 偿付程序.....	13
2.4 保护基金的来源	13
2.4.1 德国投资者赔偿计划的资金来源.....	14
2.4.2 美国 SIPC 资金来源	15
2.4.3 西班牙、葡萄牙和丹麦投资者赔偿计划的资金来源.....	16
2.5 监管模式	16
第 3 部分 中国证券投资基金保护基金的筹集与管理	17
3.1 中国证券投资基金保护基金公司的管理模式	17
3.2 基金的筹措	17
3.2.1 我国证券投资基金保护基金筹集的特点.....	17
3.2.2 我国证券投资基金保护基金的筹集原则.....	18
3.2.3 筹集基金的来源.....	20
3.3 中国证券投资基金保护基金公司的管理	23
3.3.1 投资者保护基金的赔偿机制.....	23
3.3.2 投资者保护基金的投资.....	25
第 4 部分 完善我国证券投资基金保护基金筹集与管理的政策建议	28
4.1 拓宽证券投资基金保护基金的来源	28
4.2 完善救济与运作模式，防止投资者保护基金运行中的道德风险	28
4.3 完善我国证券公司行业信用体系 ^[7]	29
4.3.1 我国证券公司行业信用体系不完善.....	29
4.3.2 完善我国证券公司行业信用体系的政策性建议.....	31
4.4 拓宽投资者保护基金的赔偿范围	33
4.5 完善投资者保护基金的相关配套制度	34

4.5.1 完善相应的法律法规制度.....	34
4.5.2 完善投资者保护基金的相关配套制度.....	34
4.6 采用适当的投资者保护基金的监管与运作模式	35

引言

中国股市的市价总值居全球第七、亚洲第二，上市公司已经超过 1600 多家，股民已超过 7000 多万，沪深两地股市的潜在资金最大供给能力将近 5000 亿元。中国股市帮助一大批企业从股市募集到了大量的资金，提升了企业的生产能力，也为国家的经济发展做出了卓越的贡献。可是数字上的辉煌成绩并不能掩盖其背后的遍地狼藉。到目前为止，深圳综合指数已创九年来的新低，上海综合指数也创下六年来的新低，深沪两市的市值蒸发了一万多亿元人民币。股市的持续低迷说明投资者对资本市场的信心缺失。导致目前这种现象的原因很多，但其中重要的一个原因是股市的违规、违法事件时有发生，从银广夏、蓝田股份到闹得沸沸扬扬的格林柯尔、德隆事件，这些大大小小的违法现象侵害了股民的利益，同时也严重打击了投资者的信心，尤其是中小股东的利益^[1]。

在成熟、健康的资本市场上，投资者的利益应受到充分保护，国际证监会组织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更在 2001 年 2 月发布了《协调保护投资者的核心商业行为准则》。纵观世界各国对投资者保护的诸项措施中，由于投资者保护基金一方面可以通过补偿客户资产，化解证券公司破产风险；另一方面可以通过对成员公司财务信息进行持续监控，及早防范和控制证券公司破产风险，从而具有增强投资者信心、保护市场参与者利益、稳定金融市场基础、保障市场长期投资资金供给的积极作用，就像规模更大的存款保险制度和保险购买人保护制度一样。

中国的资本市场尚处于初级发展阶段，各项制度建设还不是很完善，尤其是近年来出现的一系列证券公司违规操作等问题，对国家造成了很大的损失。面对上述的种种问题，中国证券投资基金保护基金有限责任公司应运而生，其设立轨迹如下：

1) 2004 年 3 月，经由财政部与央行协调，证监会开始推进证券投资基金保护基金的建立，并着手相关规定的起草。

2) 2004 年 4 月 6 日，时任证监会机构部主任、证券业协会会长的庄心一（现任证监会副主席）邀请国泰君安、申银万国等券商座谈，讨论即将出台的《证券公司监督管理条例》等，重点之一即为“设立证券投资基金保护基金”。

^[1] 焦津洪，“欺诈市场理论”研究.中国法学.2003 年第二期。

3) 2005年1月,证监会、财政部与央行向国务院报送《关于设立证券投资者风险补偿基金的请示》,获得国务院批准。

4) 2005年2月21日,证监会、财政部联合发布《关于在股票、可转债等证券发行中申购冻结资金利息处理问题的通知》,规定上述利息划入将来成立的投资者保护基金。

5) 2005年4月,《证券法》(修改草案)一读稿中,增设了“证券投资者保护基金”的相关规定。

6) 2005年6月23日,基金公司在国家行政管理总局进行名称预核准登记。

7) 2005年8月28日,《证券法》(修改草案)完成二读,“证券投资者保护基金”的相关规定再次得到认可。

8) 2005年8月31日,中国证券投资基金保护基金有限责任公司完成登记注册。

该公司由国务院独资设立,注册资本63亿元人民币,于2005年9月29日正式开业运营。其经营范围包括监测证券公司风险,参与证券公司风险处置工作,并在证券公司被撤消、关闭和破产或被证监会采取行政接管、托管经营等强制性监管措施时,按照国家有关政策规定对债权人予以偿付;组织、参与被撤消、关闭或破产证券公司的清算工作。虽然公司已经成立,但是具体的资金的筹集、资金的运作以及未来基金公司的发展都成为摆在现实面前的重要问题,因此,如何更好地借鉴发达国家的先进经验,如何结合中国的实际国情更好地实现中国证券投资基金保护基金有限责任公司可持续、良性的发展和运作,就成为该项目所需要解决的首要问题。

第 1 部分 发展中国证券投资基金保护基金公司的重要意义

所谓投资者保护基金，是一种按一定方式筹集的基金，在上市公司、证券经纪机构出现支付危机、面临破产或倒闭清算时，由基金直接向危机或破产机构的相关投资者赔偿部分或全部损失的保障机制，其作用类似于存款保险制度。在我国证券市场新兴加转轨的特定发展阶段，证券投资基金保护基金这一市场化股市“再保险”制度的设立，契合了当前我国股市发展的需求，有利于维护国家整个金融局势的稳定。

作为证券市场的一项基础性制度建设，证券投资基金保护基金公司的设立，将有助于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，而这也正是监管层长期以来力图达到的目标。

1.1 保护中小投资者的权益^[2]

保护中小投资者权益是证券市场健康发展的重要基础之一，除了建立严格的信息披露制度，禁止内幕交易以及相应的民事和刑事救济制度外，投资者赔偿计划能够向中小投资者提供更为便捷的赔偿渠道(各国和地区投资者赔偿计划均将大型机构投资者排除在外)。从世界各国的情况来看，各国（地区）投资者赔偿基金规模都较小，在投资者保护体系中主要发挥着一种补充但却是必不可少的作用。

1.2 维持投资者对金融体系的信心

我国的资本市场自从建立初期开始，就存在很多问题，诸如制度不完善、金融中介机构的违规操作等，这些负面现象大大影响了中国金融系统的稳定性，尤其是近年来，证券公司的一系列问题，更是在很大程度上削减了投资者对中国金融体系的信心。下表 1 是近年来中国证券市场中证券公司出现的问题^[3]：

^[2] 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。

^[3] “券商保险制度势在必行”，《中国证券报》，2001 年 3 月 7 日。

表 1 近年来被动退市的券商

证券公司名称	退市原因	退出方式
万国证券	“3.27”国债期货投机失败	1996 年 7 月，与申银证券合并重组为申银万国证券
锦州证券		2002 年 7 月，通过增资扩股，更名为广发北方证券，成为广发证券子公司
鞍山证券	挪用 10.18 亿元保证金；大量居民高息债权无法支付，出现支付危机	2002 年 8 月 9 日被撤销，证监会委托人行进行清算。下属营业部由民族证券托管。自然人债务的合法本息依法予以偿付
大连证券	违规经营；管理不善；借用国债名义高息集资达 7 亿-8 亿元，到期无法清偿债务	2002 年 9 月 7 日停业整顿，下属营业部由大通证券托管。自然人债务的合法本息依法予以偿付

总体上看，近年来中国出现的若干起券商财务困难事件，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，在处理上市公司及券商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。在这方面，投资者赔偿基金发挥着与存款保险制度相同的作用，使得中小投资者可以放心地从事证券投资活动，可以避免在金融市场动荡期间发生投资者“挤兑”，防止了金融风险的传递和扩散。

1.3 自律监管体系的补充

不少国家（地区）的投资者赔偿计划由自律监管组织发起设立，这表明投资者赔偿计划与自律监管体系之间存在着密切的联系。事实上，这种计划可以从两个方面来对自律监管体系起到补充作用：对参加计划的会员机构财务状况实施监控；在对投资者赔偿后，取得对会员机构的代位索偿权，并参与其清算过程。

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。

1.4 化解证券公司破产风险，实现证券公司风险共担

中国证券投资基金保护基金公司的良性运作，可以实现证券公司的利益连锁和风险共担。最初，在处置问题券商的托管关闭上，一般是证监会责令关闭券商，而央行则充当着“最后救护员”的角色，通过提供再贷款支持以填补客户交易结算资金缺口，也就是市场上俗称的“棺材钱”。自2002年8月鞍山证券关闭以来，在处置问题券商关闭或托管的过程中，央行为包括鞍山证券、新华证券、南方证券、辽宁证券等在内的近20家被关闭或托管的券商所支付的资金达数百亿元。但事实证明，这种做法效果并不好，而且再贷款有去无回，道德风险极高。

2004年下半年，央行开始对这一方式进行反思，希望能够尽快引入市场化的机制，解决此类问题，而成立投资者保护基金公司无疑是建立市场化机制的关键一步，也是最好的选择。央行希望借证券投资者保护基金市场化的运作将券商退市的成本锁定在证券市场本身。

而建立证券投资者保护基金公司能够改变这种格局，并提高券商退市的效率。这种市场化的操作方式，可以把证监会和央行从目前的券商清算模式中解放出来，意味着原先由“国家埋单”的情形，开始整体移交由市场化来解决自身产生的问题，一方面摆脱了再贷款的道德风险，另外一方面，真正实现了证券公司的风险共担。它很好地实现了中小投资者、证券公司以及国家政府机构之间的“利益连锁、风险共担”机制，解决了证券公司出于风险不易控制的原因而损害整个市场利益的问题，同时也使得财政的有限资金起到了“财政杠杆”作用。

第 2 部分 发达国家证券投资者保护基金的筹集与管理经验

比较

投资者在证券市场上具有双重身份，即一方面作为上市公司的股东行使应有的股东权利，另一方面作为市场参与者进行证券交易。与公司管理层及大股东相比，中小股东在信息、资金、专业知识方面处于绝对劣势，他们的利益主要通过良好的内部治理机制和强有力的外部司法监督机制予以保障。与此同时，中小投资者与券商之间存在着严重的信息不对称，在券商违规经营或经营不善时可能损害投资者的利益。针对这种情况，各国证券市场均建立了赔偿制度来保护投资者利益。

对投资者两种利益的保护是互为补充的，其中，股东权益保护可维护人们对上市公司的信赖，而市场参与者利益保护则有助于人们树立对交易市场的信心，两者的结合成为证券市场稳定运行的重要制度基础。

2.1 各国投资者保护基金的运作模式^[4]

总的来看，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、台湾等市场采用了此种模式。

2.1.1 独立模式（美国、英国、德国）

最典型的独立公司模式是美国成立于 1970 年 12 月 30 日的证券投资者保护公司（SIPC）。它是一家非赢利性的会员制公司，其会员为证券经纪商和自营商。截至 2004 年 12 月 31 日，SIPC 共有 8045 家会员。该公司担负了所有会员清算、邀请受托人及其律师和会计师、检查索赔要求、审计财产分配等相关事宜。

^[4] “海外证券市场如何保护投资者的权益”，《中国证券》，2000 年 9 月 5 日。

1、美国证券投资者保护公司的运作模式

美国证券投资者保护公司为投资者提供保护的规则如下：

1) 当一家经纪机构面临倒闭时，SIPC 通常要求联邦法院派员前去对该机构进行清算并保护其客户的利益。

2) 受 SIPC 保护的投資活动

所有处于财务危机状态的经纪机构的客户，其现金、股票和债券都将受 SIPC 的保护。而商品期货合约、投资合约（比如有有限合伙协议）等未按《1993 证券法》在美国证券交易委员会注册的投资行为，不受 SIPC 的保护。

3) SIPC 的帮助项目

面临破产机构的客户将索回所有已经以其名义登记或正在以其名义登记的证券（比如股票和债券）。其后，该机构剩余的客户资产会以客户的索取规模为基础进行按比例分割，如果机构的客户帐户上仍没有足够基金用以满足客户的索赔要求，SIPC 将动用储备基金来补充分配的不足，包括最大现金额 10 万美元在内，每位客户最多可获得 50 万美元。

4) 如何进行帐户转移

联邦法院的委派人员以及 SIPC 可以安排某些或者所有的客户帐户转移到另一家经纪商，被转移帐户的客户会被立即通知获悉，并且可以自由选择是否转移到其他的经纪商处。

5) 如何估价索赔要求

典型的做法是，当 SIPC 请求法院对某一经纪商进行清算时，有关客户帐户的财务价值按索赔要求的“提出日期”进行计算。无论如何，客户所拥有的证券是要得到补偿的。为此目的，若有必要，SIPC 会动用其储备基金，从市场上购买替代证券来赔偿投资者。由于市场的变化莫测以及破产经纪商等的欺诈，投资者获得的证券经常会变得跌值，有时甚至一无所值。但也有所获证券的价值增加的情形。

2、英国投资者赔偿计划公司的运作模式

在英国，负责投资者赔偿的公司是英国投资者赔偿计划公司，该公司根据金融服务局（FSA）制定的规则进行运作。

投资者赔偿计划并没有固定的资金，赔偿所需资金来自对所有认可投资公司的征收，以及违约投资公司对赔偿计划的补缴款。赔偿计划一般每年向认可投资

公司征收一次资金，2000 年度共征收资金 6640 万英镑，从违约公司获得 87 万英镑的补缴款。

3、德国投资者赔偿计划的运作模式

1) 会员构成

《存款保护和投资者赔偿法案》规定下列三类机构必须参加强制保护计划：私人存款机构（包括私人住房和贷款协会），公共存款机构和其他机构。其中，其他机构是指主要从事投资、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，金融服务机构和投资公司。

该法案规定：参加存款保护计划的信用机构不必参加投资者保护计划，因为存款保护计划涵盖了投资服务。同时，该法案还规定，下列机构免于参加强制保护计划：德国人民银行和诺弗森银行联邦协会保护计划的会员；地区合作协会、德国储蓄银行、地区储蓄银行协会保护计划的会员。

2) 监管主体

根据法案规定，赔偿计划的监管由联邦银行监管当局负责，其主要职责是：制止任何有损赔偿计划正常执行及赔偿基金的行为；检查赔偿计划的偿还能力、流动性和所需资产的可获得性；审查赔偿基金的数额、投资状况及偿还情况；当相关方对赔偿计划持有异议时，由联邦银行监管当局对此做裁决；授权相关人员采取行动去防止赔偿过程中的异常行为。

3) 计划的执行者

根据法案的规定，赔偿计划可以委托给私人法律实体去执行。将公共的职能交给私人法律实体去执行，既可减轻公共部门的压力，也可充分利用私人机构在投资者保护领域的主动性和专业性。

1998 年 8 月，德国财政部授权德国银行联邦协会和公共银行联邦协会负责执行存款保护和投资者赔偿计划。为此，德国银行联邦协会成立了一个私人有限公司来负责执行该计划，其主要会员包括：（1）德国银行联邦协会的会员和自发存款保护计划的会员；（2）私人建筑和贷款协会以及不属于任何自发存款保护机构的私人机构。公共银行联邦协会也建立一个类似的计划，主要为公共信用机构服务。

两个协会的赔偿计划独立于各协会的其他附属机构。尽管会员所缴纳的份额由协会持有，但是，无论在法律上还是在机构上，赔偿计划的运行都独立于各协

会的自发存款保护计划。

证券交易公司的赔偿计划由贷款重组公司来完成。贷款重组公司是联邦政府的一个专业银行，但作为一个特定的政府基金，它不具有法人资格。此外，根据法案规定，必须参加赔偿计划的其他机构都应当参与贷款重组公司的赔偿计划。

2.1.2 附属模式（香港、台湾）

附属模式中，最具有代表性的就是香港和台湾。

1、香港交易所赔偿基金的运作模式

香港交易所赔偿基金是根据《证券条例》设立的。赔偿基金的资金来源于香港交易所会员，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名为“赔偿基金储备账户”的账户，以处理一切有关赔偿基金的收支款项。赔偿基金账户由香港证监会负责管理，香港交易所成立了赔偿委员会，行使赔偿基金所拥有的权力、职责与职能。

从赔偿基金拨出款项做出赔偿后，香港交易所向会员发出追加缴款通知，要求它们向香港交易所存放一笔相当于赔偿付款额的资金，以填补赔偿基金。截至 2000 年底，赔偿基金的总额为 1.4 亿港元。

2、台湾证券投资人保护基金的运作模式

证券投资人保护基金由台湾证券交易所、台北市证券商同业公会、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、高雄市证券商同业公会等相关证券机构分别缴纳资金组成。投资人保护基金的总额为 10.16 亿新台币。

在投资人保护基金的运作上，台湾证券交易所负责召集机构会议，并处理保护基金相关事宜。保护基金对证券投资人未受偿债权的补偿、证券投资人未受偿债权的确认、以及保护基金补偿费用支出等事宜，均由缴纳机构联席会议决定。

2.2 各国在该领域的相关法律法规以及相应的机构设置^[5]

从世界范围来看，各国（地区）均以专门立法的形式来规范投资者保护基金的设立、运作。部分国家（地区）有关投资者保护的法规如下表 2 所示：

^[5] 里查德·德尔《全球证券市场风险及其监管》，宇航出版社，1999 年。

表 2 部分国家（地区）有关投资者保护的法规

国家	通过时间	相关法律法规
美国	1970	《证券投资者保护法案》
英国	1986	《金融服务法案》
	2000	《金融服务和市场法》(FSCS)
香港	1974	《证券条例》
	2001	《证券及期货条例草案》
台湾	2002	《证券投资人及期货交易人保护法》
德国	1998	《存款保护和投资者赔偿法案》
日本	1998	《证券交易法》

美国依据《证券投资者保护法》，于 1970 年成立了“证券投资者保护公司”（Securities Investors Protection Corporation, SIPC）；英国在 1998 年至 2001 年 2 月实施“投资者补偿计划”（Investor Compensation Scheme, ICS），2001 年 2 月以后成立了“金融服务补偿计划有限公司”（the Financial Services Compensation Scheme Limited, FSCS）；欧盟从 1998 年 9 月开始实施“投资者赔偿计划”（investor compensation schemes）；加拿大于 1969 年设立了“加拿大投资者保护基金”（Canadian Investor Protection Fund, CIPF）；澳大利亚于 1987 年建立了国家保证基金（National Guarantee Fund, NGF）；日本在 1998 年以前有寄托证券补偿基金，之后有由国内券商组成的日本投资者保护基金和外国经纪公司组成的证券投资者保障基金，2002 年，两个基金合并成为“证券投资者保护基金（日本）”[the Securities Investor Protection Fund (Japan), SIPF (J)]；我国香港特别行政区在 2002 年建立了“新投资者赔偿基金”；此外，我国台湾地区、菲律宾、印度和土耳其等国家和地区均设立了类似的机构。

2.3 投资者赔偿制度的国际经验^[4]

从国际范围来看，各国证券市场主要从法律和组织两个层面来保护投资者利益。在法律层面上，各国都通过立法来禁止内幕交易，强化信息披露，以期创造

^[4] “海外证券市场如何保护投资者的权益”，《中国证券》，2000 年 9 月 5 日

一个公平和透明的交易环境。在组织层面上，各国一般都设立了投资者赔偿基金，当发生券商破产清算，或挪用客户资金但无法归还等问题时，该基金可对投资者进行一定的赔偿。目前，美国、加拿大、欧盟、日本、香港等证券市场均已建立了这种投资者赔偿制度。

以美国为例，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（SIPC）。该公司不以盈利为目的，其会员资格是强制性的，凡是依法注册的证券经纪商或自营商，以及全国性交易所的会员，都必须参加证券投资者保护公司。SIPC 确保所有会员的每一客户，在任一会员发生破产清算时，可领回最高额度达 50 万美元的现金及证券赔偿，其中每一客户的现金部分最高可达 10 万美元。此外，在会员发生财务危机时，SIPC 可要求联邦法院指派一个受托人进行公司清算及保护此会员的客户。

SIPC 通过向会员收取年费及利息收入来筹措资金，目前自有资金规模达 10 亿美元，另有银团提供的 10 亿美元额度可供使用，同时，SIPC 还可通过 SEC 向美国财政部动用 10 亿美元的借款额度。

2.3.1 赔偿条件

一些国家的投资者赔偿计划的赔偿范围比较狭窄，只包括金融中介机构破产等退出时所导致的中小投资者损失，如美国。

还有许多国家不仅包括以上的情况，还赔偿一定比例的由于金融中介机构的过失而导致的投资者损失。比如说英国，就包括对因错误的投资建议或低劣的投资管理而导致客户蒙受损失的赔偿。

许多国家的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；由于其他不可抗力因素而导致的损失，等等。

2.3.2 赔偿对象

一般只针对指定产品的散户投资者。如香港特区的新赔偿基金规定，新赔偿安排是为在联交所买卖的产品而进行交易的散户投资者提供某种程度的保障；机构投资者无权根据新安排提出申索，交易所参与者亦无权提出申索。又如英国投

投资者赔偿计划（ICS）规定，针对在英国认可的市场买卖的股票、单位信托、期货和期权以及个人养老计划，赔偿对象包括个人投资者、小型企业和信托，大型企业和金融公司不在赔偿范围之列。

2.3.3 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。除了最高赔偿金额的规定外，有的国家（地区）还有赔偿比例的限制。

影响赔偿限额水平和赔偿比例的因素包括：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。

例如，欧盟《投资者赔偿计划指引》要求各成员国的赔偿限额不得低于 20000 欧元，如果实际索赔额小于 20000 欧元，则为索赔额的 90%。欧盟同时授权成员国可以根据自己的意愿提供更高水平的限额。例如，葡萄牙的限额为 25000 欧元；瑞典为 28000 欧元；英国为 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。

有的国家（地区）还对现金赔偿和证券赔偿的赔偿限额予以区别对待，并对现金赔偿和证券赔偿的赔偿限额规定了不同的赔偿标准。例如，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（地区）对赔偿限额还区分了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《证券投资人及期货交易人保护基金偿付作业办法》第七条规定：“保护基金对每家证券商或期货商之每一证券投资人或期货交易人一次之偿付金额，以新台币 100 万元为上限。保护基金对每家证券商或期货商之全体证券投资人或期货交易人一次之偿付总额上限，由保护机构定之，并申报财政部证券暨期货管理委员会核定，该上限不低于新台币 1 亿元；证券商或期货商之全体证券投资人或期货交易人依第二项规定调整后之得受偿

金额总数超过前项上限者，由全体证券投资人或期货交易人按其依第二项规定调整后得受偿金额比率扣减之。”

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。”

2.3.4 偿付程序

各国（地区）的投资者保护基金在实施赔偿时一般都具体经过下述过程：调查；通知有权获得赔偿的投资者；投资者提出赔偿申请；审核；确定是否赔偿和赔偿金额；支付赔偿金；上诉。

2.4 保护基金的来源

各国家（地区）的投资者保护资金的来源大不相同，主要的资金来源包括如下几个途径：

1) 会员缴纳的会费。这是最主要的一种资金筹集方式，绝大多数投资者保护基金向会员收取费用。一般采用以下几种方法来确定会费：(1) 以会员机构的资产规模为基准，西班牙、法国、瑞典、冰岛等国均以这一方法为主；(2) 以会员机构的客户数目为基准，如爱尔兰投资者保护基金规定，会员机构必须交纳按照会员客户数目而定的固定年费和浮动年费；(3) 以会员机构的利润额为基准，如意大利投资者赔偿计划规定，依据会员赚取利润，对会员机构征收固定和浮动的年度会费；(4) 以会员机构的雇员人数为基准，如冰岛投资者赔偿计划就采取这一标准为补充；(5) 根据会员机构所属不同类别予以区别对待，德国财政部规定按机构的经营范围来确定对证券公司在投资者赔偿计划中的交费比例；(6) 根据会员机构的经营管理水平和风险水平予以区别对待，如希腊雅典股票交易所会员担保基金规定，会员的会费根据风险度(包括资本金规模和自由担保基金衡量的会员自我保护水平)来确定。

2) 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。如澳大利亚赔偿资金来自于“国家担保基金”，国家担保资金的增加主要得益于其投资的收益。

3) 借款。多数国家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。有些国家的赔偿基金可以自行借款，有些国家规定借款必须得到监管部门的同意，有些国家的赔偿基金借款只需要通知监管部门即可。

4) 罚金。有些投资者保护基金通常有权对违规的会员中介机构处以罚金，罚金所得归入投资者保护基金。例如，英国的投资者赔偿计划；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。

5) 官方拨款。有些投资者保护基金还从政府的财政部门或者中央银行取得资金支持。例如，美国的证券投资者保护公司成立时，就是由美联储提供了初期资金。

6) 其他方式。投资者保护基金的资金筹集还有许多其他方式。例如，我国台湾地区的“证券投资人保护基金”由台湾证券交易所、台北市证券商同业公会、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、高雄市证券商同业公会等 10 家相关证券机构分别缴纳资金组成。

2.4.1 德国投资者赔偿计划的资金来源

《存款保护和投资者赔偿法案》规定，赔偿计划所需资金来自于会员缴纳的份额。德国联邦财政部对份额的缴纳做了具体规定：份额有年份额、特别份额和借款三种形式；会员必须在每年 9 月 30 日前缴清份额；如果赔偿计划现有的资金足以赔偿，经银行监管当局同意后，可减少或停止份额缴纳。份额的具体计算原则如下：

对于存款信用机构，根据联邦财政部 1999 年 10 月所颁布的规定，存款信用机构的年份额是上一年度的资产负债表（本年 7 月 1 日完成）中“欠顾客款”项目的 0.008%。按法案规定，某些负债可从该项目扣除，但是必须提供由审计事务所和会计事务所提供的证明。然而，如果机构的业务结构不合理，缴纳份额的比例应提高到 1%。

为了确保基金在短期内有足够的资金来完成赔偿支付，赔偿计划设定了最小资金规模。1999 年以来，赔偿计划所要求的最小资金规模不断提高：1999 年，最小资金规模是最近缴纳年份额的 75%；2000 年，最小基金规模是最近缴纳年份额的 1.5 倍；2001 年，最小基金规模是最近缴纳年份额的两倍。

当赔偿计划的资金低于所设定的最小资金规模时，赔偿计划会要求会员缴纳特别份额或者向外借款。特别份额的规模取决于赔偿计划的最小资金规模、赔偿基金的期望现金流、当前的赔偿数额及其他费用。每个会员机构缴纳特别份额的比例与它们最近缴纳的年份额的比例一致（相对于总份额而言）。在特殊情况下，经过联邦银行监管当局的批准，某些机构在缴纳年份额后，可以完全或部分免除特别份额的缴纳。经过联邦银行监管当局的批准，赔偿计划可以向外借入资金，本金和利息由各会员来支付，支付比例的确定同特别份额是一致的。

对于证券公司的赔偿计划，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》中作了明确的规定。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：（1）允许占用客户资金或股票的机构，年份额比例为 1%；（2）当机构还可以从事自营或经纪业务时，年份额比例为 3%；（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%；（4）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。如果机构 90% 的收益来自与不享有赔偿权利的客户的交易，并能提供由外部审计机构出具的证明，则可以免缴年份额。

2.4.2 美国SIPC资金来源

SIPC 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 SIPC 资金的一部分。作为赔偿基金的补充，SIPC 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 SIPC，用以急需。

2.4.3 西班牙、葡萄牙和丹麦投资者赔偿计划的资金来源

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。

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。另外，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。

2.5 监管模式

投资者赔偿机制的监管模式有四种：

1) 由证券监管当局认可并监管。如美国的 SIPC 受证券交易委员会 (SEC) 监管；英国的 ICS 和 FSCS 受金融服务协会 (FSA) 监管；香港特区新的投资者赔偿公司由证监会认可并监管。

2) 由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) 由交易所运作并监管。如澳大利亚的国家担保基金 (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) 由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。

第 3 部分 中国证券投资基金保护基金的筹集与管理

3.1 中国证券投资基金保护基金公司的管理模式

我国证券投资基金保护基金公司采用的是第一种模式——独立模式，即成立独立的投资者赔偿(或保护)公司——中国证券投资基金保护基金公司，由其负责投资者赔偿基金的日常运作。

根据国家工商总局的登记资料，该公司由国务院独资设立，注册资本 63 亿元人民币。此外，还有央行提供的 100 亿元启动资金。其经营范围包括监测券商风险，参与其风险处置工作，并在券商被撤销、关闭和破产或被证监会采取行政接管、托管经营等强制性监管措施时，按照国家有关政策规定，对债权人予以偿付；组织、参与被撤销、关闭或破产券商的清算工作等。

中国证券投资基金保护基金是指按照《管理办法》筹集形成的、在防范和处置证券公司风险中依据国家政策用于保护投资者利益的资金。投资者保护(或补偿)制度类似于存款保险制度，是资本市场发达国家和地区普遍建立的一种保护投资者的基本制度，也是证券市场监管体制中不可缺少的重要环节。一是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；二是有助于稳定和增强投资者对金融体系的信心，有助于防止证券公司个案风险的传递和扩散；三是对现有国家行政监管部门、证券业协会和证券交易所等行业自律组织、市场中介机构等组成的全方位、多层次监管体系的一个重要补充，将在监测证券公司风险、推动证券公司积极稳妥地解决遗留问题和处置证券公司风险方面发挥重要作用；四是有助于我国建立国际成熟市场通行的投资者保护机制。

3.2 基金的筹措

3.2.1 我国证券投资基金保护基金筹集的特点

较之于投资者保护基金筹集的国际通行做法，我国投资者保护基金的筹集主要有以下特点：

1) 保护基金“取之于市场，用之于市场”，筹集基金的目的是按照国家政策规定，在证券机构撤销、关闭和破产或被监管部门采取行政接管、托管经营等强制性监管措施时，保护债权人的正当权益，进而维护证券市场稳定运行；

2) 设定会员机构缴费区间比例，按照经营管理和风险水平确定证券公司基金缴费额，有利于促进证券公司加强内控制度建设，提高风险防范能力；

3) 基金筹集采取多种方式并行的模式，同时根据市场变动情况加以调整，保证了基金来源的相对稳定性和灵活性。

3.2.2 我国证券投资基金保护基金的筹集原则

从世界范围看，投资者赔偿基金尽管筹措渠道各异，但大多遵循以下原则：

1) 会员自行负担

所谓会员自行负担，即投资者赔偿所需资金应该由接受该计划的会员机构自行负担。会员负担赔偿资金，相当于各会员公司为自己的客户购买了一笔保险，而且是监管当局规定的强制性保险（一些国家和地区除了强制性的赔偿计划外，还有基于自愿原则的商业性赔偿计划，这相当于证券公司为自己的客户购买了一笔额外的保险）。绝大多数的投资者赔偿计划都接受这一原则。

少数国家(地区)由交易所或者行业协会等机构出资，例如台湾证券人保护基金是由台湾证券交易所和多家相关协会等机构出资创建的，基金的资金就来源于它们缴纳的资金。再如澳大利亚的投资者赔偿计划资金来自于国家担保基金，而国家担保基金是由6家交易所合并前就存在的担保基金合并而来的，但从本质上来讲，仍然属于会员负担。在台湾证券人保护基金的10个出资人中，包含了台湾最大的几家证券公司，其他证券公司实际上也通过出资第二位的台湾证券商同业公会间接地缴纳了费用。澳大利亚原来的6家证券交易所担保基金，实际上也是来源于交易所会员。

2) 权利义务匹配

所谓权利与义务匹配，指的是会员公司承担的会费负担需要与其潜在的赔偿资金需求相匹配。一方面，规模大的会员公司应该承担更高的会费，多数投资者赔偿基金都根据会员机构的客户数目或者资产规模或者营业收入或者利润水平，来确定其所应该承担的会费。另一方面，经营管理良好的公司，发生破产或者财

务困难的可能性较小，其潜在的赔偿资金需求也较少，而经营管理差、财务状况糟糕的公司，发生投资者索赔的可能性也较高，其潜在的赔偿资金需求也较多。和前面一个方面相比，要根据经营管理状况来实行差别性的会费标准难度较大，但也有部分国家和地区采用了这种方法。例如，法国的投资者赔偿对会员机构征收的年度费用，基本标准是该机构持有的资金和证券金额，但同时也根据它们财务状况的稳健性和成本情况来进行调整。

3) 充足与适度

所谓充足与适度，即投资者赔偿计划的资金应该保持充足，足以承担对投资者的赔偿义务，同时也必须适度，所获资金与潜在赔偿需求规模保持一致。如果资金不足，则难以及时满足投资者的赔偿需要；如果资金过多，又造成资金的浪费和会员公司过大的负担。因此，投资者赔偿计划的资金规模必须做到充足而适度。例如德国投资者赔偿计划规定，如果赔偿基金现有资金足以支付投资者的赔偿，在监管当局同意后，会员机构可以减少或者停止缴纳会费。葡萄牙投资者赔偿计划还对会员的年度会费规定了最高限额，防止会员机构承担过重的负担。事实上，一些国家（地区）的经验表明，投资者赔偿计划的资金需求并不大。例如，台湾证券投资人赔偿基金成立以来，几乎没有动用过。统计显示，至2000年底，美国投资者赔偿基金规模为12.2亿美元，澳大利亚为1.58亿澳元，加拿大为1.68亿加元，台湾为10.3亿新台币。

4) 灵活的备用融资

金融市场的波动是难以避免的，我们很难非常精确地预测投资者赔偿基金的资金需求。因此，各国（地区）投资者赔偿计划都设计了灵活的备用融资机制。投资者赔偿基金通过固定或浮动的年度会费等正常筹资方式来应对正常的投资者赔偿，但当出现较为严重的金融机构倒闭或者金融危机时，投资者赔偿基金一般都可以向会员征收额外会费，自行或者在相关监管部门的同意后从银行或者其他机构借款。

其一，会员自行负担原则。从本质上说，投资者赔偿基金相当于各会员公司为自己的客户购买了一笔保险，有利于增强客户信心、进而吸引潜在的客户。因而，对于这种由监管当局推行的强制性保险，绝大多数券商都选择了尊重。

其二，权利义务相匹配原则。即会员承担的费用与其潜在的赔偿资金需求相匹配。例如，希腊雅典股票交易所会员担保基金规定，会员会费的计算公式考虑

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）。

其三，充足与适度原则。赔偿基金在足以赔付投资者的同时，必须与潜在的赔偿需求大体保持一致。若资金过多，易造成资金浪费和会员负担过重。

其四，有限赔付原则。如果券商倒闭后，投资者可从基金中获得全额赔付，则他们显然不愿在选择券商方面费时费力，这样，投资者对券商形成的优胜劣汰作用将大为减损，同时也会带来巨大的道德风险。故而，正如保险合同中设定了投保人的自保比例那样，各国（地区）都确定了证券投资赔偿基金的有限赔付原则。

3.2.3 筹集基金的来源

中国证券投资基金保护基金的筹集应该本着稳定、多元化、合理透明的原则进行。

1、储备基金数量的估计和计算

例如美国，SIPC 大概有 7000 多家会员，目前美国所有在证券交易所注册的证券券商都已经加入 SIPC，SIPC 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，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，因此美国 SIPC 的总共储备基金数量约为 30 亿美元左右，而美国股市的总市值大约在 2.6 万亿美元左右，SIPC 的储备基金约占到股市总市值的 1.3%。

借鉴美国的经验，结合目前中国资本市场风险比较大的特点，中国投资者保护基金公司所需的赔偿基金占股市总市值的比率大概为 1.5%，而目前中国沪深两地的股市总市值大约为 62910 亿元人民币，因此中国投资者保护基金公司所需储备基金的数量大约为 943 亿元人民币。而目前中国投资者保护基金公司所拥有的资金规模仅仅为 163 亿元人民币，其中包括注册资本 63 亿元人民币和人民银行提供的 100 亿元人民币，这个数目远远不够。

2、会员收费

考虑到中国目前证券公司资产规模、信用程度的参差不齐，以及中国资本市

场实行会员制的普遍性，会员收费将是中国证券投资基金保护基金最主要的一种资金筹集方式，绝大多数投资者赔偿资金均向会员收取费用。

本着权利与义务相匹配的原则，中国证券投资基金保护基金公司会员的会员费用分为三个部分：一次性会费、年度会费和追加会费。所谓一次性会费就是指证券公司在加入中国证券投资基金保护基金时，需要缴纳一笔一次性的会费；而年度会费则指会员需缴纳年度费用，考虑到目前中国资本市场的规模不是很稳定，且有增大的趋势，因此采用浮动年费的形式；追加会费就是指在需要时，例如行情变化比较大或者国家经济有比较大的变化的时候，中国证券投资基金保护基金公司有权向会员机构征收临时性的追加会费，以应对可能发生的风险。

根据上述的计算和估计，中国证券投资基金保护基金所需的储备基金总额大约为 900 多亿元人民币，其中来自会员费用的储备基金的数目大约占到总储备基金的三分之一，即 300 亿元人民币左右。具体的，在确定会员费用的时候需要考虑的因素包括如下几个方面：

1) 证券公司的相对资产规模

证券公司的相对资产规模是指证券公司所持有的货币和证券资产的总价值占到投资者保护基金的份额和比例，利用这个比例来确定该证券公司所应当承担的基金份额，主要来确定上述提到的一次性会员费和年费的份额。

与以绝对资产规模来确定各自会员基金份额的方法相比，该方法具有更大的灵活性，尤其是针对正在发生很大变化的中国资本市场来说，这个方法更灵活，而且能够更好的应对因为市值总量发生变化而放大的风险。

例如某证券公司的资产规模大概为 2 亿元人民币，根据上述的估计和计算得出，中国证券投资基金保护基金中来自会员的费用大约占到总市值的比例大约为 0.5%，则该证券公司所需要交纳费用的比例也应该为总市值的 0.5%，也就是说该公司需要一次性向中国证券投资基金保护基金公司缴纳 $0.5\% \times 2 = 100$ 万元人民币，这个费用包括该公司的一次性会员费和年费的总和，追加的费用除外。

2) 证券公司的利润额

在收取会员费用的时候，需要考虑的一点就是公司的利润额，如果该公司的利润额很大，那么在上交年费的时候，可以适当的多交一些，多交的部分主要以追加会费的形式交纳，以补偿因其他证券公司的亏损而少交的份额。

根据该项目所做出的追加会费的调整幅度最多不能超过该公司总资产规模

的 0.015%。

3) 证券公司的风险管理水平

证券公司的风险管理水平在很大程度上决定着证券公司的风险的高低，一个完善的内部管理制度和流程，可以大大降低资产的风险度，减少风险的发生概率，同是它也是衡量一个公司潜在风险的重要指标。因此，需要针对每个证券公司的风险管理水平，要建立起一套独立完善的评估体系，定时的对证券公司进行评估，以确定其对应的风险水平，对于那些风险控制措施差的证券公司，在收取追加会员费用的时候，应该稍微多收一些，反之应该少收一些。

根据该项目所做出的追加会费的调整幅度最多不能超过该公司总资产规模的 0.015%。

4) 证券公司高风险资产的比例

证券公司高风险资产部分的比例越大，那么其所应交纳的追加费用部分应该越多，反之应该越少。

根据该项目所做出的追加会费的调整幅度最多不能超过该公司总资产规模的 0.015%。

5) 行情的变化

由于市场行情变化而引起的股票总市值变化的时候，中国证券投资基金也应该相应的改变其储备基金的数量，以应对随时带来的风险，该部分增加的份额也是以追加会员费的形式出现的。

根据该项目所做出的追加会费的调整幅度最多不能超过该公司总资产规模的 0.015%。

由上可知，会员的费用由两部分组成，即固定的费用加上追加的费用，计算公式为：

$$\text{会员费用} = \text{固定费用} + \text{追加费用} = 0.5\% \times \text{证券公司绝对资产规模} + \text{追加费用}$$

[3-1]

上述公式[3-1]中的追加费用由中国证券投资基金保护基金公司根据对证券公司的实际评估而确定的，最大树木不得超过证券公司绝对资产规模的 0.015%。

3、中国人民银行授信的融资额度

除了上述的会员费用之外，中国证券投资基金保护基金的另外一个来源就是中

国人民银行的临时授信融资额度。当市场出现较大风险的时候，仅仅依靠来自会员的储备基金不能够应对该风险的时候，或者目前的资金已经用完而不能形成以后的基金储备的时候，中国证券投资基金保护基金公司可以向人民银行申请贷款，如上述计算和估计的数目，最大的贷款数目为 300 亿元人民币。

4、中华人民共和国财政部的财政借款

当上述两种融资行为，即收取会员费和向人民银行贷款的融资行为都不能满足中国证券投资基金保护基金公司的需要的时候，中国证券投资基金保护基金公司可以向中华人民共和国财政部申请财政借款，申请借款的数目大约为 300 亿元人民币。

5、其他来源

上述三种融资方法中，一般情况下，第一种方法就足以应对市场的变化，只有在极少数的情况下，才会启动向中国人民银行再融资和向中华人民共和国财政部申请财政借款。上述体制的安排完全借鉴了美国的操作模式，这样不仅可以大大减轻央行和财政部的负担，真正将央行和财政部从市场中解脱出去，利用市场解决市场产生的问题，而且还多元化和稳定了中国证券投资基金保护基金公司的融资渠道，对于稳定中国的资本市场起到了很重要的作用。

除了上述三种融资方法，中国证券投资基金保护基金公司还可以通过以下途径增加基金的来源：

- 1) 发行股票、可转债等证券时，申购冻结资金的利息收入；
- 2) 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；
- 3) 接受国内外机构、组织及个人的捐赠；
- 4) 收取上海、深圳证券交易所的交易手续费。

3.3 中国证券投资基金保护基金公司的管理

3.3.1 投资者保护基金的赔偿机制^[6]

1) 赔偿条件

中国证券投资基金保护基金公司所保护的范围主要是依据《管理办法》以及财

^[6] 吴弘，张鑫.证券民事赔偿的司法难题及其解决思路.证券市场导报.2001年12月。

政部、人民银行、银监会、证监会联合发布的《个人债权和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》、《关于证券公司个人债权及客户证券交易结算资金收购有关问题的通知》等，在证券公司被撤销、关闭和破产或被证监会实施行政接管、托管经营等强制性监管措施时，按照国家有关政策规定收购个人债权和客户证券交易结算资金。当然，债权人也可以不接受收购，而选择参加被处置金融机构的最后清算。

在防范和处置证券公司风险中，中国证券投资基金保护基金主要用于保护投资者利益，而投资者的正常投资风险损失、金融中介机构的过失而导致的投资者损失、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、由于其他不可抗力因素而导致的损失不受投资者保护基金保护。但是中国证券投资基金保护基金会帮助其股票或其他证券被经纪商偷窃或置于经纪商破产的风险之下的个人投资者。

另外，如果破产机构的顾客同时又是以下类型之一者，其索赔要求将不属于中国证券投资基金保护基金的保护范围：

- (1) 该机构的一般合伙人、董事或者高级职员；
- (2) 持有该机构任何类型证券达 5% 或以上的优先股东（持有某些不可转换的优先股票的股东除外）；
- (3) 占该机构净资产（或净利润）份额 5% 或以上的有限合伙人；
- (4) 对该机构的管理和政策具有控制影响力的人；
- (5) 为了自身业务运营而非为了其客户的证券商、经纪人、银行。

2) 赔偿对象

中国证券投资基金保护基金的赔偿对象包括：所有在中国境内注册的证券公司、参与国内交易所上市所有产品投资的中小投资者，金融衍生品投资者除外。

3) 赔偿限额和比例

假设某券商出现风险事件，那么该券商的赔偿比例为下式：

$$\text{券商赔偿金额} = \frac{\text{破产券商资产市值}}{\sum_{i=1}^n \text{券商资产市值}_i} \times \text{储备基金的总量} \times \frac{1}{5\%}$$

[3-2]

上述公式中，破产券商的资产市值是指确定赔偿日当天券商自有资产以及

代理资产的市值总和, $\sum_{i=1}^n$ 券商资产市值_i 是指按照上述确定赔偿日计算的现有所有属于赔偿范围内的券商当天的自有资产以及代理资产市值的总和, 储备基金的总量是指中国证券投资基金保护基金公司已有的以及可以融资到的资金总和, 而系数 $\frac{1}{5\%}$ 则是可变的, 即假设市场中最多同时有 5% 的券商破产并且需要索赔。

另外, 为了保证中国证券投资基金保护基金公司的正常运转和管理, 还应该对每家券商的最大赔偿额上限, 借鉴西方发达国家的经验, 结合上述计算和预计的储备基金总额, 规定每家券商的最大赔偿额为 2 亿元人民币。

4) 赔偿程序

中国证券投资基金保护基金赔偿程序如下:

- (1) 合格的申请者提出赔偿申请, 其包括申请的理由、申请赔偿的金额、申请人或者申请单位的信息、申请地点等;
- (2) 中国证券投资基金保护基金公司对申请者的信息和赔偿申请内容进行调查和核实, 其中包括申请者的资格、风险事件的过程、申请者的损失情况等;
- (3) 通知获得赔偿权和没有获得赔偿权的申请者继续或者终止其各自的赔偿程序;
- (4) 审核申请者的赔偿程序是否合法;
- (5) 决定是否对申请者进行赔偿, 如果需要进行赔偿, 要确定赔偿的金额、赔偿的方式、赔偿的时间和期限等;
- (6) 支付赔偿金;
- (7) 不服上诉。

3.3.2 投资者保护基金的投资

1、投资的原则

根据上面的论述可以知道, 中国证券投资基金保护基金有限责任公司每年将从其会员处征得会员费, 当市场中不出现风险的时候, 这部分资金是闲置的。为了增加资本的收益, 扩大资本的收益来源, 需要对上述资金进行投资增值, 该部分

资金的投资应当遵循安全性、流动性和盈利性原则。

1) 安全性原则

投资的安全性原则是投资者保护基金投资所必需遵循的最根本原则，也就是指投资的同时，要保证本金的安全无损性。这里所指的本金的安全性不仅仅只保持本金的原值不变，而且包括本金的购买力。因为对于用来拯救中国资本市场的中国证券投资基金来说，其资金的安全就等同于资本市场的安全，因此按全是首要的，必须的。

2) 流动性原则

所谓投资品种的流动性就是兑换成货币的速度。证券投资者保护基金的特殊地位和功能决定了其投资品种的流动性必须非常高，以便在需要的时候能够以最快的速度兑换成货币，履行赔偿投资者的职能。另外，关于投资品种的流动性，还需要考虑的一点就是兑换成货币之后不能因过高的费用而受损。因此在投资品种以及投资比例的选择和设定的时候，要考虑到投资品种的期限结构、流动性特点，一般选择那种期限较短、流动性较强的品种。

3) 盈利性原则

不同的投资品种的投资收益率是不同的，应该在保证安全性和流动性原则的前提下，最大化证券投资保护基金的投资收益。目前我国金融市场中，投资收益率比较高的品种包括股票、指数期货等，但同时它们的投资风险也是最高的，尤其是指数期货，因此应该对其风险进行很好的控制。

2、投资的产品和渠道

为了兼顾投资的安全性、盈利性、流动性和社会效益性，中国证券投资基金保护基金的投资品种和投资比例的设定如下：

1) 投资行业的选择

从宏观的意义上看，中国证券投资基金保护基金是用来补偿证券市场中证券公司、中小投资者非正常损失的，因此投资的行业不能是证券行业，应当投资哪些与证券行业行情变化相反的行业，例如货币市场、债券市场等。

2) 投资品种的选择

遵循着安全稳定的原则，投资者保护基金的投资品种不能太宽泛，应该以货币市场的产品为主，例如信誉等级比较高的美国政府债券、信誉等级比较高的国内政府债券、信誉等级比较高的企业债券等。就政府债券和企业债券而言，政府

债券的安全性是绝对高的,企业债券则有时面临违约的风险,尤其企业经营不善甚至倒闭时,偿还全部本息的可能性不大,企业债券的安全性不如政府债券。对抵押债券和无抵押债券来说,有抵押品作偿债的最后担保,其安全性就相对要高一些。

另外银行存款、股票以及指数期货等都是可以考虑的投资品种。

3) 投资品种的投资比例设计

根据上述的分析,结合中国证券投资基金保护基金的特点和地位,选择投资的品种和投资组合如下:第一,债券投资的份额占到总储备基金的80%,其中可以考虑将20%投资于级别比较高的美国政府国债,50%投资于国内级别比较高的政府债券,剩下的10%投资于信用和级别比较高的公司债券,主要考虑到投资于债券的安全性比较高,其次是市场流动性也比较强,可以很好的兼顾到市场流动性和安全性;第二,10%用于银行储蓄,这部分的投资主要是考虑到其具有较强的市场流动性;第三,10%用于股票和指数期货的投资,应该主要以看空指数期货的投资和大盘股票的投资为主,一方面这样可以很好的实现股票的套期保值,最小化投资风险,另一方面可以规避因股票总市值的增大而引起的系统性风险。

第 4 部分 完善我国证券投资基金保护基金筹集与管理的政策

建议

4.1 拓宽证券投资基金保护基金的来源

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公开发行股票、可转债等证券发行时申购冻结资金的利息、基础货币以及财政资金。可以看到，在资金来源构成中，新股申购冻结利差资金、问题券商处置所剩下的资产、央行再贷款和财政拨款占了其中的主要部分，这其中除了问题券商处置所剩下的资产属于国际通常意义上的证券投资基金资金来源外（其他的还包括券商一定比例的经营利润计提、会员费、上市公司提前计提的风险补偿金等），其余的实际上仍由国家买单或作为基金主要赔付义务的承担者。这种责任倒置的情况显然将不利于券商的风险防范和金融风险的进一步化解。

从我国的实际情况来看，在目前可以通过以下四方面的举措来拓宽投资者基金的来源渠道：（1）加大对违规方的处罚，将罚款收入缴存到投资者保护基金。（2）从印花税收入中拨付部分资金作为投资者保护基金的启动资金。（3）从上市公司的募集资金中按比例征收一定的费用。为了保证上市公司自身的利益，该项费用可以只在上市公司首次公开发行股票时收取，上市后再融资时就不再收取。（4）证券公司每年交纳一定的费用作为投资者保护基金的来源。目前的投资者保护基金从本质上说是券商风险处置基金，考虑到证券公司经营情况的差异，可以将该费用分解为两部分，一是固定费用，证券公司无论规模大小都根据规定的金额交纳；另一部分是浮动费用，根据公司的盈利情况收取，对于亏损公司可以免收该项费用。

4.2 完善救济与运作模式，防止投资者保护基金运行中的道德风险

投资者保护基金的设立虽然能够有效地稳定证券市场和维护投资者的合法权益，但也不可避免地带来了一定的道德风险。具体来说主要表现在两方面：一方面是有可能诱发部分券商从事更多的高风险活动。在“出了问题有基金买单，

不用担心其他问题”的认识下，券商有了长期买单者的预期，为了解决自身的流动性问题，可能发生种种违规行为，从而出现道德风险。另一方面，对于中小投资者来说，既然已经有保护基金存在，那么中小投资者便不会担心“赢了官司赔了钱”的情况，从而放弃了对券商的选择权。市场一旦放弃了这种权利，券商出现违规行为的情况就会越来越多，不利于券商的优胜劣汰。

因此，要使投资者保护基金能够真正有效地保护二级市场的中小投资者，还需要采取多方面配套措施。首先，要向投资者明确赔偿兑现和赔偿限额。要向投资者明确，即使有了投资者保护基金，投资者损失也不一定能得到全额赔付，投资者仍有相当部分的“自保义务”。因此在选择券商时必须仔细权衡。一些存在经营风险的券商将面临客户流失的危机，这将有力地促进券商规范运作。其次，必须认真处理问题券商并追究主要当事人的责任，这样才能达到惩戒的目的。最后，要建立有效的券商风险管理和预警体系，及时预防和化解各类风险以将损失减到最少。

通过这些配套措施，投资者保护基金才不至于流于形式，投资者对市场才有信心，券商才有出路，证券市场才能更健康地发展。

4.3 完善我国证券公司行业信用体系^[7]

在以信用为基础的现代市场经济中，尤其对金融业来说，信用尤为重要，它是其生存与发展的基础与灵魂。通过信用制度安排来规范证券公司信用行为，具有特殊的意义。但是目前我国信用制度建设方面严重滞后，表现为体现诚信原则的法律法规不健全、缺乏健全的信用登记制度、信用评估制度、信用风险的预警和管理制度、失信的制裁制度与公示制度等等，导致在市场化经营中，无法全面了解证券公司的资信情况，增加了授信风险。

4.3.1 我国证券公司行业信用体系不完善

我国证券公司行业信用体系不完善，主要体现在如下几个方面：

1、行业信用制度不健全

和发达国家成熟的证券公司行业信用体系相比，我国的信用制度建设严重落

^[7] 黄运成，庞作祥，我国证券公司行业信用体系建设的制度安排，上海金融，2004年第11期。

后。首先，相关法律法规不完善，目前仅有的一部相关法规《中国证券业协会会员诚信信息管理暂行办法》也只是在 2004 年年初刚颁布并实施；再次，资信评估业发展与金融市场的发展不协调，1988 年 2 月，经中国人民银行上海市分行批准，在上海成立了国内第一家专业性从事企业或经济实体及金融产品的资信评估公司，就金融产品领域而言，目前我国资信评估只涉及二个品种，企业债券（长期债券）和融资券（短期债券）。就企业资信领域而言，中国人民银行各地分行已陆续认定一些资信评估机构，对贷款企业进行一般资信评级与跟踪评级，但是缺乏对诸如证券公司之类金融机构以及金融机构内从业人员的资信评估、信用登记、信用风险预警等业务，更谈不上失信制裁。信用制度的缺陷，在一定程度上导致了证券公司行业信用低下，从而使其经常处于尴尬的境地，带来的严重后果是一方面损伤了广大投资者的利益和信心，市场普遍低迷，成交量日益走低；另一方面，增加了政府以及其他金融中介机构对证券公司的授信风险，从而使证券公司的未来之路变得更加扑朔迷离，前景越发黯淡。

2、证券公司信用主体缺位

证券公司行业失信的另一个原因是由于公司内部治理机制不完善而导致的信用主体缺位，带来的后果是证券公司责任人无须承担信用风险，大批高管人员随意“搭便车”，而不需要付出任何失信成本。公司内部治理机制不完善，例如公司内部制度安排和激励约束机制等，主要的缺陷体现在：

（1）“内部人”控制严重

与美国证券公司由于高度分散股权的结构而导致的“内部人控制”现象不同，我国证券公司的“内部人控制”现象则是由于股权高度集中而引起的。形式上的完备并没有导致治理效果的“完美”，大部分证券公司在股东会、董事会、监事会、高级管理层的组织设置及相应关系的界定上有很大随意性，董事长的身份界定模糊，董事会与经理层之间，董事长与总经理之间责任分工不明，甚至有一些公司高管身兼两职，股东大会流于形式，董事会治理机制虚置，监事会由于其非独立性不可能形成对财务状况、董事及经营层的有效监督。在这种权利制衡的真空状态中，公司的实际经营决策大权主要由公司高管人员掌握，形成严重的内部人控制，这在一定程度上导致了公司高管人员在市场化运营中不惜国家利益，铤而走险，图谋私利，扩大了证券公司的信用危机。

（2）内部控制“真空化”

证券公司内部权力制衡的治理机制不完善,在一定程度上扩大了公司信用风险。在公司内部,风险责任承担主体不明确,但同时利益承担主体明确,从而造成了外部风险监管主体缺位,公司管理者只关心短期利益,而放弃了控制风险。若公司治理不能对风险控制提供有效支持,便会积聚信用风险、引发信用风险,造成对投资者和利益相关者的损害。据相关资料统计显示,2003年有近1/4的证券公司,其内部控制存在重大缺陷。

(3) 缺乏信用道德意识

证券公司从业人员、高管人员普遍缺乏行业信用意识,普遍存在的违规经营在业内已是公开的秘密,如违规炒作股票、挪用客户保证金、违规国债回购、借发债名义违规融资等。据有关方面统计,目前有三分之一的证券公司存在此类风险。

4.3.2 完善我国证券公司行业信用体系的政策性建议

按照健全现代市场经济社会信用体系的要求,制定证券公司诚信准则,维护诚信秩序,兼顾法律制度体系、市场监督体系和信用评价体系,形成以道德为支撑、产权为基础、法律为保障的证券公司行业信用制度,进一步发挥自律组织作用,提高行业自律和诚信水平。

1、完善证券公司行业信用制度

在特定行业内,行业信用具有社会效应和模仿效应,证券公司行业也不例外,其同样需要建设完善的信用制度,以保证其发挥最大效应,最小化其信用风险。因此,应该完善证券公司信用管理体制,运用科学指标对证券公司进行信用等级评定,时刻跟踪风险,并进行分析评估:

(1) 建立统一信用数据库

信用信息是信用体系的基础,它的完整性和可靠性直接决定着信用的有效性,加强可记录信用信息的完整性和准确性,扩大信息的来源渠道,建立统一信用数据库,是建立科学的证券公司行业信用体系的前提和基础,为降低证券公司的信用风险提供了有效途径。

首先要建立和完善证券公司信用信息收集系统,加强内部管理,加强外部协调,多元化搜集渠道,从技术上保证收集信息的可靠性和充分性,并使其诚信资

源在信息成分的情况下发挥其最大效应；再者以联合征信为突破口，加快信用数据库建设；第三，要建立统一公开的信用征信、评估体系，实施券商信用分类监管，开通券商不良行为信息警示系统。第四，建立完善行业诚信档案制度，有效加强券商从业人员执业诚信的监督管理，积极引导并推动从业人员强化风险意识、责任意识和自律意识。

（2）建立信用公示制

建立公司信用“红名单”和“黑名单”制度，并定期在行业内公开这些信息，从一定程度上规范和制约公司的越轨行为，一方面可以督促证券公司进行自我改良，促进行业内部良性竞争，另一方面，增加了证券公司运营和操作的透明度，保护了广大投资者的利益，同时，也为政府对证券公司实施分类监管提供了重要的依据，这对防范证券公司失信行为有重大意义。

2、强化行业自律监督

建议成立行业信用协会，建立实施证券公司行业自律业务质量检查制度，完善行业年检和自律惩戒制度；密切关注年报审计结果，严厉打击不顾后果的信用违约行为；制止行业内恶性压价、同行诋毁等不正当竞争行为，规范行业竞争秩序，提高行业诚信水平和自律管理水平，完善行业信用评估标准，积极推进行业自律水平，建立有效的自律监管模式，强化行业的诚信意识，加强行业诚信管理，从而在证券公司行业内部营造诚信为本、操守为重的良好氛围，为更好的解决信用危机创造外部环境。

3、严格违约惩罚制度

现代契约理论认为，要使不完全契约能够得到自我实施，关键是增大交易者的违约成本，减小违约收益，并使得违约成本高于违约收益。在正确评估信用违约收益的前提下，加大信用违约成本，可以有效的减少或杜绝信用违约发生的概率。虽然《中国证券业协会会员诚信信息管理暂行办法》在2004年初已经出台并实施，但是惩罚力度还不够。因此应该强化证券公司行业信用意识，加强同业联合制裁的力度，对于明显违反信用准则的公司，实行行业建议制，并通过一定途径向公众公开其信用信息，降低其信用等级。而对于那些严重违法违规、严重失信的证券公司和个人应坚决实施市场禁入措施，从根本上避免信用危机的发生。加大惩罚证券公司信用违约力度的同时，也应该建立“证券公司守信激励机制”，鼓励行业信用好的券商，并因此而使其获得高于其它同类公司的更高的利

益，进而加大市场对失信行为和守信行为的态度反差。

4、落实证券公司内部制约机制

首先，建立更加科学的激励约束机制和信用考核机制，正确的认识和对待证券公司从业人员的所拥有的权利和所应当承担的义务，从内部管理上确认信用违约风险的成本，划清权利和义务两者之间的界限，从而达到降低信用风险的目的。

再次，明确公司产权关系和代理关系，加强股东会、董事会、监事会、高级管理层之间的权利制衡，严格界定四者相互之间的相应关系，真正发挥股东大会的作用，落实董事会治理机制，独立监事会职能，规范经营层的经营行为，严重避免某一层面权力过大，或承担义务过大，杜绝发生信用危机的潜在风险。

4.4 拓宽投资者保护基金的赔偿范围

根据我国券商风险频发的现状，目前投资者补偿基金的范围暂限于在券商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，证券市场中侵害投资者利益的行为多种多样，券商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止于此，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害更为严重。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，如果把一些市场构成主体的各种违法违规行为也纳入到补偿范围，那么在某种程度上将形成一种倒逼机制，即查处监督各构成主体损害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。

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；在任职期间如出现损害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。

4.5 完善投资者保护基金的相关配套制度

4.5.1 完善相应的法律法规制度

当前，我国保护证券投资者的统一、全面的法律制度远未形成，监管部门对于该保护基金的设立也尚未形成清晰的监管思路，因而目前设立和运作投资者保护基金尚缺乏足够的法律依据和实践依据。

从世界范围来看，各国（地区）均以专门立法的形式来规范投资者保护基金的设立、运作。如：美国 1970 年制定了《证券投资者保护法案》、英国 1986 年制定了《金融服务法案》等，专门就投资者保护基金的相关事宜做出规定，为其良好运行提供法律支撑。而且，国外的证券投资者保护基金制度都是由相应的法律法规配套措施联动出台的，尤其是《破产法》和具有纲领性意义的《证券投资者保护法》就更是不可缺少。反观我国的投资者保护立法，不仅纲领性的投资者保护统一立法缺失，而且作为保护性基金实施前奏的证券公司退出机制也尚处于无法可依的境地，与之相关的《破产法》迟迟不能出台。如果在这些配套措施还未出台就实施投资者保护基金制度的话，投资者的权利就无法得到有效的保护。因此，应尽快建立和完善《破产法》《证券投资者保护法》等相关法律，为投资者保护基金的运行奠定法律基础。

4.5.2 完善投资者保护基金的相关配套制度

1、投资者保护基金的赔付一般资金数额比较大，且赔付对象多表现为集团性，为此需要有关部门建立统一的决策和执行机制。而在实践中，可以考虑由通过法院的生效判决、仲裁结果等来确定投资者的具体损失。

2、投资者保护基金的建立，在切实保护投资者合法权益的同时，可能出现前些年形成的企业破产风等不正当现象，需要有关部门在制订政策时予以提前防范，而且，投资者保护基金也应建立破产后企业隐匿财产的追偿机制及破产后对有关高管人员的惩罚机制。

3、此外，还可以吸收美国以及其他发达国家的做法，建立投资者保护基金的其他配套措施。比如，建立奖励机制，鼓励揭发内幕交易、暗箱操作行为；尽力诉讼费支援制度，由证券投资者保护基金来负责中小投资者的诉讼费用，胜诉

则和中小投资者分享收益，若败诉则诉讼费由保险公司承担等。

4.6 采用适当的投资者保护基金的监管与运作模式

目前，美国、加拿大、欧盟、日本等地证券市场均已建立了投资者保护制度。总体看来，投资者保护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，由其负责基金的日常运作，美国、英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负责日常运作，加拿大、澳大利亚等市场是此种模式的代表。

可供参考的是，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，资金运用以安全性为首要原则，并对资金运用范围进行了较为严格的限制。这样的救济赔偿机制与运作模式值得投资者保护基金借鉴。根据我国实际情况，从发起机构来看，未来投资者保护基金的监管模式应该是由人民银行、财政部、证监会三方进行共同监管，运作模式应以行业协会为主导，成立独立的投资者保护基金公司。投资者保护基金运行的初始阶段，由于基金资金规模的有限性和金融市场发展的复杂性，宜采取委托管理方式。资金运用的首要原则是安全性，对资金运用范围要实行严格的限制。