

投资者保护系列研究报告之九

国外证券投资者赔偿制度 比较研究

研究中心课题组

2002年1月



上海證券交易所
SHANGHAI STOCK EXCHANGE

证券投资者赔偿制度是世界各国普遍建立的一种中小投资者保护制度，它是投资者保护体系的重要组成部分。本文就各国投资者赔偿制度的概况、法律基础、组织模式、资金筹集、赔偿范围和最高赔偿金额、赔偿条件、赔偿程序等主要内容进行了比较研究。

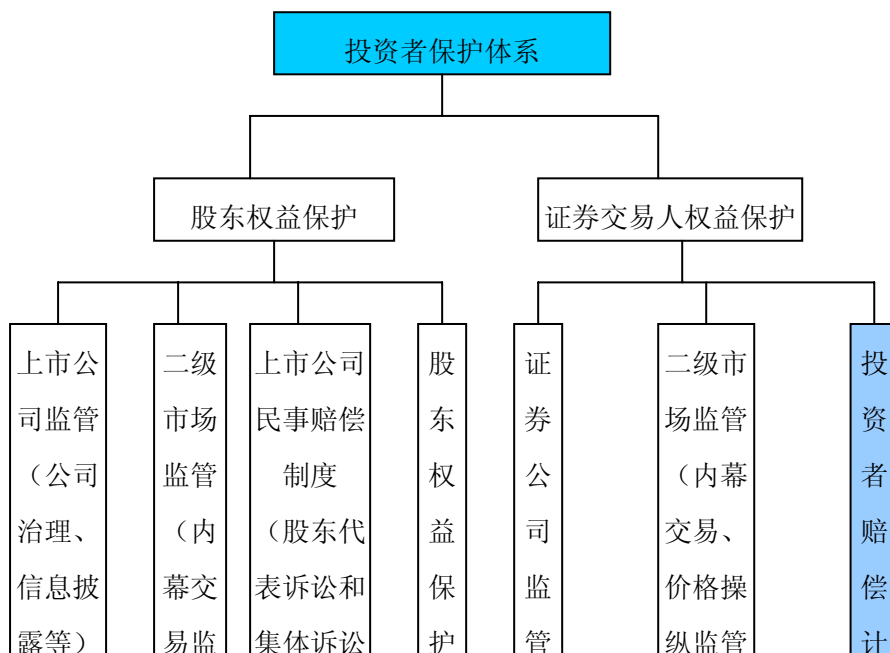
一、国外投资者赔偿制度概况

保护投资者（尤其是保护中小投资者）是证券市场监管的核心内容，也是证券市场健康运行的基础。一个完整的投资者保护体系包含了丰富的内容，大体可以划分为对投资者作为上市公司股东利益的保护和作为证券交易者利益的保护两个方面。

投资者在证券市场上具有双重身份。一方面投资者是上市公司的股东，享有股东的权利。但作为上市公司股东，中小投资者在信息、资金、专业知识方面与公司管理层及大股东相比均处于绝对劣势，各国主要通过完善公司治理和强化外部司法监督机制来保护中小投资者在这方面的利益。

另一方面，作为证券交易者，中小投资者与证券公司之间存在着严重的信息不对称，证券公司的经营不善或者违法违规经营对投资者利益可能构成损害，当证券公司破产时，投资者可能会遭受到现金或者有价证券的损失。各国主要通过加强对证券公司的监管来保护投资者在这方面的权益，同时，世界上大多数证券市场发达的国家还建立起了投资者赔偿制度，作为最后的保护措施。

图 1：投资者保护体系



证券投资者赔偿制度也被称为投资者赔偿计划(Investor compensation scheme,

ICS), 通常有相关的投资者保护立法, 并建立了投资者赔偿基金。它出现于二十世纪七十年代。战后证券市场得到了快速发展, 但七十年代初期一些国家出现了证券经纪商破产倒闭造成投资者现金和股票损失的问题, 证券投资者对证券市场的信心受到打击。为了维持投资者信心, 保证证券市场稳定发展, 各国开始建立保护中小投资者利益的投资者赔偿制度。建立较早的是加拿大(1969年)和美国(1970年), 八十年代是建立投资者赔偿计划的高潮阶段, 九十年代有更多的国家加入进来。欧盟1997年制定了《投资者赔偿计划指引》, 它适应欧盟内部金融市场一体化的需要, 建立了统一协调的欧盟内部投资者赔偿制度。它对于将来国际金融市场一体化条件下投资者保护的国际协调具有重要的参考意义。

经过近三十年的发展, 投资者赔偿制度已经在世界范围内得到普及。它的意义在于:

(1) 保护中小投资者的权益。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简捷的赔偿渠道(各国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。

(2) 维持投资者对金融体系的信心。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。

(3) 自律监管体系的补充。不少国家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。

二、法律基础

根据国情不同, 各国投资者赔偿制度的法律基础各不相同。大体而言, 有以下几种类型:

(1) 建立在国家立法基础之上

绝大多数国家的投资者赔偿制度都建立在明确的国家立法基础之上。其中，最早的是美国。60年代末美国证券业遇到经营危机、财务困难以及市场萎缩的打击，造成数百家证券经纪商被迫合并或停业，或因为无法对客户履行义务而破产，不少投资者担心资金的安全，纷纷撤离证券市场。为了重建投资者对证券市场的信心，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。

一些国家有专门针对投资者赔偿的国家立法，例如上面提到的美国《证券投资者保护法案》，爱尔兰于1998年制订的《投资者赔偿法》，澳大利亚1987年制订的《国家担保基金法》。还有一些国家的投资者保护制度立法包含在综合性的金融法案中，如英国2000年颁布的《金融服务和市场法（FSMA）》中对建立综合性的金融服务赔偿计划作出了规定，由金融服务赔偿计划来合并过去的投资者赔偿计划（ICS）和存款保护计划（DPS）。德国1998年1月颁布的《存款保护和投资者赔偿法案》也在同一部法律中对存款保护和投资者保护计划作出了统一的规定。还有一些国家和地区将投资者赔偿制度在综合性的证券立法中予以规定，例如香港交易所赔偿基金的法律基础就是1970年《证券条例》第10条。即将推出的新的投资者赔偿安排将根据已于2000年11月提交立法会审议的《证券及期货条例草案》推行。

（2）建立在部门行政规定基础之上

也有一些国家和地区并没有对投资者赔偿计划制订国家立法，而是采用监管部门行政立法的形式来为投资者赔偿计划提供法律基础。例如我国台湾，“财政部”证券暨期货管理委员会于1995年颁布了《证券投资人保护基金设置及运用办法》，对证券投资人保护基金的设置及运用等相关事宜进行了详细规定。

（3）没有明确的立法

还有一些国家和地区没有明确的法律基础，例如加拿大，就没有针对投资者赔偿方面的法律。为了加强投资者的安全和信心，加拿大自律监管组织（SROs，由加拿大投资商协会、加拿大风险交易所、蒙特利尔交易所、多伦多和温尼伯证券交易所组成）早在1969年便建立了国家意外基金（the National Contingency Fund），1990年更名为加拿大投资者保护基金（the Canadian Investor Protection Fund, CIPF），提供投资者赔偿服务。由于加拿大并没有专门针对投资者保护方面的法律，因此加拿大投资者保护基金的操作主要遵循加拿大破产清算法及其他相适宜的法律。

三、组织模式

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。

最典型的独立公司模式是美国的证券投资者保护公司。证券投资者保护公司成立于1970年12月30日,是一个非赢利性的会员制公司,其会员为所有符合美国《1934 证券交易法》第15(b)条的证券经纪商和自营商。截止2000年12月31日,SIPC共有7033家会员。该公司的董事会由7位董事构成。其中5位董事经参议院批准由美国总统委任,在这5位董事中,3位来自证券行业,2位来自于社会公众。另外两位董事分别由美国财政部长以及联邦储备委员会指派。董事会的主席和副主席由总统从社会公众董事中任命。证券投资者保护公司共有员工28位,担负了所有与会员清算、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。

爱尔兰和英国也属于独立公司模式。根据1998年颁布的《投资者赔偿法》,爱尔兰建立了投资者赔偿有限责任公司(ICCL),来负责组织管理投资者赔偿。英国金融服务局(FSA)组建了金融服务赔偿计划有限责任公司负责管理金融服务赔偿计划,该计划包括了原有的投资者赔偿计划和存款保护计划。

香港是较为典型的附属模式,赔偿基金附属于香港联合交易所。香港联合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联合交易所会员,会员须就其拥有的每份交易权(Trading right)在香港交易所存放现金5万港元,香港联合交易所专门设立一个“赔偿基金储备账户”,以处理一切有关赔偿基金的收支款项。香港联合交易所成立了赔偿基金委员会,行使赔偿基金所拥有的权力、职责与职能。赔偿基金委员会由五人组成,他们都必须由香港证监会任命,其中至少两人必须来自证监会(其中一人任委员会主席),还有两人为交易所提名。目前,香港正对附属模式进行改革,将成立统一独立的投资者赔偿公司,该公司由香港证监会认可及监管,负责管理新成立的投资者赔偿基金,该基金将取代现有的联交所赔偿基金、商品交易所赔偿基金、以及为非交易所参与者而设的交易商按金计划。

台湾的情况有所不同,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,并设有缴纳机构联席会议,具体运作主要由台湾证券交易所牵头。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。证券投资人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。加拿大投资者保护基金隶属于加拿大自律监管组织，由自律监管组织于 1969 年创设。

澳大利亚的情况较为特殊，其投资者赔偿计划隶属于澳大利亚证券交易所。1987 年，澳大利亚的六家州属证券交易所合并为全国性的澳大利亚证券交易所（ASX），与此同时，这些证券交易所的担保基金也合并为国家担保基金（NGF）。为具体运作该基金，成立了“证券交易担保公司”（SEGC）作为国家担保基金的托管人，该公司是澳大利亚证券交易所独资公司，具体负责国家担保基金的日常运作。

采用何种模式，取决于各国具体的法律背景和金融市场结构。对于那些金融市场历史悠久、存在多个证券交易所的国家和地区而言，采取独立公司模式能够更好地覆盖全国证券投资者，为投资者提供“一站式”的赔偿服务。而对于那些证券市场集中在一个证券交易所或者存在一个统一的自律监管组织的国家和地区，将投资者赔偿计划隶属于证券交易所或者其他自律监管组织，操作更为方便，能够以较小的成本实现为所有投资者提供保护的目标。

四、赔偿基金的筹资原则

各国投资者赔偿基金的筹资方式各不相同，但存在一些共同的原则。主要有以下几条：

（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。

少数国家和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六家交易所合并前就存在的担保基金合并而来的。但从本质上来看，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。澳大利亚原来的六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费用。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，一些国家和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。

表 1：部分国家和地区投资者赔偿基金规模

国家或地区	基金规模
美国	12.2 亿美元（2000 年 12 月 31 日）
澳大利亚	1.58 亿澳元（2000 年 12 月 31 日）
加拿大	1.68 亿加元
台湾	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。

五、赔偿基金的筹资方式

从具体的资金筹集方式上来看，比较各国的情况，虽然各有具体区别，但大致可归为以下几类：

（1）会员缴纳的会费

这是最主要的一种资金筹集方式，绝大多数投资者赔偿计划均向会员收取费用。具体而言，它包括以下几种形式：

一次性会费。证券公司在加入投资者赔偿计划时，通常要缴纳一笔一次性的会费。

年度会费。绝大多数投资者赔偿计划均要求会员缴纳年度费用，可以分为固定年费和浮动年费两种基本形式。

临时性追加会费。在需要时，大多数投资者赔偿计划均有权向会员机构征收临时性的追加会费。

各国投资者赔偿计划采用了不同的方法来确定会费的征收标准，其基本的原则是权利与义务匹配。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。这也分为两种情况：绝对资产规模和相对资产规模。绝对资产规模指的是会费根据会员机构持有的资产绝对量为基准计算会员机构应该负担的份额。例如，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。相对资产规模指的是根据会员机构持有资产规模占有所有会员机构资产规模的比例来确定其应该负担的基金份额。例如，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。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。

②以会员机构的客户数目为基准。例如，爱尔兰投资者赔偿有限责任公司管理的基金 A 规定，会员机构必须缴纳固定年费和浮动年费，其金额按照会员拥有的合格客户数目而定。

③以会员机构的利润额为基准。例如，意大利投资者赔偿计划规定，对会员机构征收固定和浮动的年度会费，其中浮动年费的金额标准由基金的管理公司决定，依据会员赚取利润，也考虑基金收到的索赔数量而定。

④以会员机构的雇员人数为基准。例如，冰岛投资者赔偿计划就采用这一标准为补充，根据会员机构持有的现金和证券以及雇员人数来征收会费。

⑤根据会员机构所属不同类别予以区别对待。德国财政部在 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》对于证券公司在投资者赔偿计划中应该负担的份额作了明确的规定。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：被允许占用客户资金或股票的机构，年份额比例为 1%；当机构还可以从事自营或经纪业务时，年份额比例为 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%；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。

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。例如，希腊雅典股票交易所会员担保基金规定，会员的会费根据一个公式来决定，这一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）。法国投资者赔偿计划也根据会员公司财务状况的稳健性和成本情况来进行调整会员承担的会费标准。

挪威较为特殊，其投资者赔偿基金的会员机构可以在加入基金的协议中协议确定应缴纳的会费。

（2）所筹集资金的投资收益。各国投资者赔偿计划都非常重视管理资金的投资收益，投资收益构成了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。例如，澳大利亚赔偿资金来自于“国家担保基金”。1987 年，澳大利亚的 6 家州属证券交易所合并为全国性的澳大利亚证券交易所，与此同时，这些州属证券交易所的担保基金也合并为国家担保基金。国家担保基金资产的增加主要得益于其投资的收益。另外，市场参与者组织成员根据《公司法》7.8 节存放于澳大利亚证券交易所由其投资的收益，也是国家担保基金资产增加的来源之一，此部分信托存款一般投资于短期证券。受其投资对象所限，利率波动会对国家担保基金的收益造成影响，这些收入是免征收入税的。在 1987 年建立国家担保基金时，其资产规模为 6040 万澳元。此后，由于投资收益的增加，其资产价值翻了一番多。截至 2000 年 12 月 31 日，国家担保基金的资产价值约为 1.58 亿澳元。

（3）借款。绝大多数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时只需要通知监管部门即可。在一些国家，投资者赔偿计划在需要时还可以向平行的存款担保基金借款。以美国为例，证券投资者保护公司的基金由会员摊派而

来，这些资金被用以投资美国政府债券，其利息也作为基金的一部分。作为赔偿基金的补充，证券投资者保护公司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，然后再出借给证券投资者保护公司，用以急需。

（4）罚金。投资者赔偿计划通常有权对违规的会员机构处以罚金，罚金所得归入赔偿基金。例如，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。少数国家和者地区的政府给投资者赔偿计划提供了少量的初期融资，例如荷兰投资者赔偿计划成立时，就是由荷兰金融监管部门提供了初期资金。

（6）其他方式。投资者赔偿基金的资金筹集还有许多其他方式，例如香港联交所赔偿基金的资金来源于交易所会员，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“赔偿基金储备账户”，以处理一切有关赔偿基金的收支款项。2001 年 3 月香港证监会公布的《建议的新投资者赔偿安排》对未来独立投资者赔偿基金的资金筹集建议如下：“投资者赔偿公司初期的经费会来自从现有赔偿基金转移的资产；但现有的赔偿基金亦会预留足够的款项，以清缴未偿还债务。我们认为应该将新赔偿基金的资产累积至超过现时的赔偿基金转移过来的资产的水平。为了向买卖香港证券及期货产品的投资者提供合理的保障，证监会认为新的赔偿基金应该尽快累积储备至 10 亿元的水平。要达到这个目的，有效的方法是将现时对联交所的交易征收的交易征费由 0.01% 增加到 0.012%，以及规定证监会须将额外的征费存入现有的联交所赔偿基金，以便当新基金成立时，可以将有关款项转拨予该基金。我们仍然需要其他形式的经费来源，以应付灾难性损失。本会建议新基金应继续维持现时对在期交所执行的合约每边征收 0.5 元征费的做法。”

“台湾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。“证券投资人保护基金”的总额为 10.3 亿新台币。各机构缴纳的资金如表 2 所示。

表 2：“台湾证券投资人保护基金”各机构缴纳资金一览表

相关机构	缴纳金额(亿新台币)
台湾证券交易所	4
台北市证券商同业公会	3
复华证券金融股份公司	3

台湾证券集保公司	0.1
证券暨期货市场发展基金会	0.05
高雄市证券商同业公会	0.01
证券柜台买卖中心	0.05
安泰证券金融股份有限公司	0.03
富邦证券金融股份有限公司	0.03
环华证券金融股份有限公司	0.03

加拿大投资者保护基金（CIPF）还从自律监管组织获得其每年利息收入的捐赠。有些国家的投资者赔偿计划规定会员机构可以只缴纳一半现金，另外一半以保险的形式提供。还有一些国家只要求会员做出承担费用的承诺，在实际发生赔偿时才实际缴纳资金。例如，奥地利投资者赔偿计划规定，只有在发生实际的对投资者违约事件后才征收费用。

六、赔偿范围及赔偿限额

1、赔偿范围

概括地说，投资者赔偿计划的目的是在面临(为投资者提供投资服务的)中介机构由于经营倒闭无法归还投资者的投资资金时，所给予的一定比例的补偿，以弥补其损失。各国都在赔偿计划中规定了具体赔偿所涉及的范围，一般涵盖下列几方面：

- ①赔偿对象；
- ②中介组织（法人机构或者非法人机构）的性质；
- ③所涉及的投资工具；
- ④不包括在赔偿范围的例外。

首先，所有的赔偿都是针对投资者而言，这里的投资者在多数国家的计划中指个人投资者、小型机构投资者。

其次，赔偿所涉及的中介组织都是处在因投资失败而濒临破产的状态，此时该中介组织的客户具有对资金进行索赔的要求。这些中介组织一般具有以下性质：①属于为投资者提供投资服务的；②受到有关当局监管；③可以是法人机构，也可以不是法人机构；④投资经营失败而濒临破产。

再次，不同国家对因何种投资行为导致损失而需要赔偿也有规定。具体到证券投资赔偿而言，多数国家都包括股票、债券、基金等基础性金融工具的投资，有些国家还包括期权、期货等金融衍生工具的投资。

另外，每个国家都明确地规定了不属于赔偿保护范围的事项。从导致投资者损失原因的角度讲，主要包括：①由于错误的投资建议而导致的损失；②由于市

市场价格变动而造成的损失；③由于通货膨胀的影响而招致的损失；④大型机构投资者造成的损失；⑤由于股票发行人破产而使投资者持有的股票缩水所造成的损失；⑥由于其他不可抗力因素而导致的损失。在赔偿对象方面，主要包括：①中介机构的一般合伙人、董事、监事、高级管理人员；②中介机构的大股东；③不为投资者提供投资服务，而只出于自身经营需要的经纪人。

除上述事项外，每个国家都是根据自身实际制定详细细则的，如“香港交易所赔偿基金”规定只有交易所的会员公司的客户才有资格获得赔偿；而“美国投资者保公司”对未按《1933 证券法》在 SEC 注册的投资行为（像商品期货合约），不提供保护。

2、赔偿限额

每个国家都规定了一个赔偿限额，其金额根据各国国情而定。影响该限额水平的因素包括：本国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。

多数国家在赔偿限额的规定中，除了最高赔偿金额的规定外，还有赔偿比例的限制。例如欧盟“投资者赔偿计划指引”规定，赔偿计划的最高赔偿额至少为每位投资者 20000 欧元，如果实际索赔额小于 20000 欧元，则为索赔额的 90%。大多数成员国规定的每位投资者赔偿上限为 20000 欧元。德国、爱尔兰和芬兰还规定了在索赔额低于 20000 欧元时，有 90% 赔偿额的限制。葡萄牙的限额为 25000 欧元，瑞典为 28000 欧元，也相差不大。规定的限额要大大高于指引的要求。英国规定的是 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。

有的国家对现金赔偿和证券赔偿的赔偿限额予以区别对待。例如欧盟的一些成员国就对现金赔偿和证券赔偿规定了不同的赔偿标准。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。

不少国家和地区对赔偿限额的规定包括了两个方面：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，《台湾投资人保护基金设置及运用办法》规定：“保护基金对每家证券经纪商每一证券投资人一次之补助额，以新台币一百万元为上限。保护基金对每家证券经纪商全体证券投资人一次之补助额总数，以新台币一亿元为上限；该证券经纪商全体证券投资人之补助总额总数超过上限者，由全体证券投资人按其得补助金额比率扣减之。”

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违规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。”

由于各国规定的赔偿限额不同，有时候会涉及到不同的标准。对此，欧盟“投资者赔偿计划指引”对于在欧盟内部的跨境提供投资服务的投资者赔偿问题，提出了以下基本原则：如果一家投资公司参加投资者赔偿计划，该计划也应该覆盖其在中国其他欧盟成员国内的分支机构。但指引同时规定了两个例外条款：

(1) “禁止出口条款” (“Export-ban” or “Export prohibition clause”)。至少在转轨期间，母国提供了较高赔偿上限或较广覆盖范围的投资者赔偿计划在适用于本国投资公司在其他欧盟成员国分支机构时，应该将相关标准调低到与东道国一致。

(2) “取优条款” (“Topping-up Clause”)。当投资公司分支机构东道国的投资者赔偿计划提供了较为优厚的赔偿条件时，这些分支机构有权参加东道国的投资者赔偿计划。

各国情况具体见表 3。

表 3：各国投资者赔偿计划的赔偿限额

国家	最高赔偿限额
欧盟各国	《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，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。
爱尔兰	赔偿 90%，最高赔偿额为 20000 欧元
英国	30000 英镑金额内，100%赔付；然后赔付另外 20000 英镑的 90%；总额最多赔偿 48000 英镑。
美国	50 万美元（包括现金+证券，其中现金≤10 万美元）
香港	15 万港元（单个会员限额 800 万港币），但有可能会有追加赔偿
台湾	100 万元台币（单个经纪商限额 1 亿元台币）
德国	赔偿 90%，最高赔偿额为 20000 欧元
加拿大	100 万加元

七、赔偿条件及赔偿程序

1、赔偿条件

按照各国投资者赔偿计划的宗旨，赔偿条件大致包括这样几个原则：一是投资者已经完成证券的交易和交割；二是中介机构经营失败；三是只对一些具有特殊身份的会员机构的投资者（或账户）进行赔偿。具体表现为以下几类：

a) 有关监管部门认定某中介机构已经面临破产倒闭，因此无法履行对投资

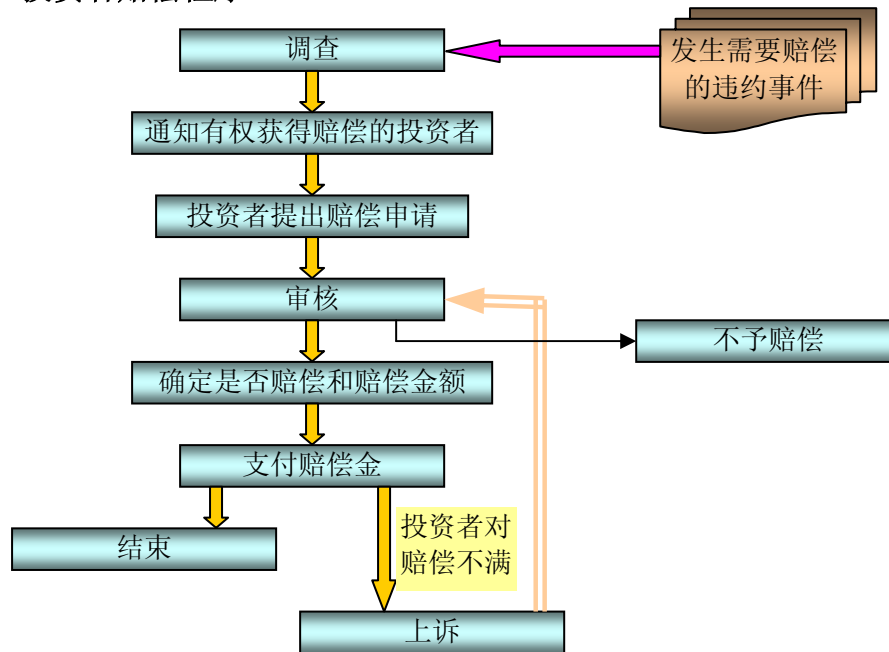
者的偿付义务；

- b) 司法部门根据中介机构的财务状况做出判决，认为投资者不能直接对中介机构提出赔偿要求；
- c) 投资者的买卖委托已经成交，并对经纪商已经完成交割；
- d) 只有参与赔偿计划的会员类中介组织的投资者才有权要求赔偿。

2、赔偿程序

鉴于各国在实施赔偿计划时，具体承担赔偿的机构因国而异，因此具体的赔偿程序也不完全雷同。但一般都经过这样过程：

图 2：投资者赔偿程序



每一个步骤都有一个时效限制，按照各国的实际做法，时效从十几天到一年不等。一般讲，审核赔偿申请的时间长于实施赔偿的时间。

① 调查：指中介机构（赔偿计划的会员机构）的上级管辖（监管）部门对该机构的财务状况进行详细了解，确定其确实处于无法履行对投资者的资金支付义务的状态。但该机构面临倒闭时，监管部门会对其进行清算。此处的上级监管部门以不同国家有不同情况，有中央银行、司法机关等不同机构承担。

②通知有权获得赔偿的投资者：监管机构将通知有权获得赔偿的投资者（通过报纸或信函），并就有关注意事项让客户知悉，包括提出申请的材料准备、提出申请的时效限制等方面。

③ 投资者提出赔偿申请：提出申请时必须准备详细的有关材料，包括破产公司的一切材料、与中介机构的交易事项、以及其他能证明有资格索赔的文件。时间限制一般为 3 个月、五个月、6 个月、甚至 1 年。

④审核：在收到投资者的赔偿申请后，赔偿计划的实施者将根据有关法律、规章等对每位投资者的赔偿申请进行审定，判定他们是否符合条件，以决定是否做出赔偿。

⑤ 确定是否赔偿和赔偿金额：确定是否对申请赔偿的投资者进行赔偿，对审核通过被确认符合赔偿要求的，计算出按规定应予赔偿的金额。

⑥ 支付赔偿金：一切准备工作完成后，赔偿计划的实施者即可向索赔投资者发放赔偿金额。时间限制一般为 3 个月。

⑦ 上诉：如果投资者对赔偿数额或方法不满意，可以向赔偿计划的实施者申请重新裁定，甚至上诉至法庭。

对于投资者赔偿过程中每个环节所需的时间，各国一般都规定了强制性的时间要求，以便及时地满足投资者的赔偿申请，防止官僚主义作风影响赔偿计划实施机构的工作效率。例如，欧盟“投资者赔偿计划指引”规定：“投资者赔偿计划应该采取适当措施，通知投资者有关其赔偿的监管当局裁决和司法判决，如果应该对其进行赔偿，则应该尽快赔付。赔偿计划应该规定一个投资者提交索赔要求的期限要求，该期限至少为 5 个月。但不应援用期限已过为理由拒绝投资者提供赔偿。应在投资者索赔的合格性和金额确认后三个月内进行赔偿。”

附表：各国投资者赔偿制度比较

国家或地区	名称	建立时间	法律依据	组织模式	会员组成	资金筹集方式	赔偿范围	赔偿限额
美国	证券投资者保护公司（SIPC）	1970年12月30日	《1970年证券投资者保护法》	独立公司模式	所有符合美国《1934证券交易法》第15(b)条的证券经纪商和自营商。截止2000年12月31日，SIPC共有7033家会员。	1. 会员会费； 2. 银行周转信贷额度； 3. 投资国债收益； 4. 特殊情况下 SEC 向财政部申请额度高达 10 亿美元的借款，转借 SPIC。	因经纪商财务困难而导致损失的投资者。	50 万美元，其中现金赔偿最多 10 万美元。

国家或地区	名称	建立时间	法律依据	组织模式	会员组成	资金筹集方式	赔偿范围	赔偿限额
欧盟	投资者赔偿计划	1997年通过了覆盖整个欧盟“投资者赔偿计划指引”	“投资者赔偿计划指引”（Investor Compensation Scheme Directive, ICSD, 97/9/EC）	由各国自行决定,大多数欧盟成员国只建立了一个赔偿基金	所有提供投资服务的投资公司和信贷机构	欧盟的投资者赔偿计划指引并没有具体规定各国如何为赔偿计划筹集资金,但有以下原则: (1)投资者赔偿计划的成本必须由投资公司自己来负担; (2)赔偿计划的融资能力应和其承担的业务相称;(3)不能有损金融体系的稳定性。	对投资者提供赔偿的条件是:(1)有资格的监管部门认定某个投资公司当时已经不能履行对投资者的偿付义务,并且在近期也不可能具备这样的能力;或者(2)司法部门根据与投资公司的财务状况直接相关的理由作出判决,使得投资者不能对投资公司提出索赔要求	欧盟内部的统一的最低赔偿标准为20000欧元,同时授权各成员国可以根据自己的意愿提供更高水平的赔偿。成员国可以实际赔偿额限定为投资者索赔额的一定比例,但当赔偿额低于20000欧元时,赔偿比例不能低于90%。
爱尔兰	投资者赔偿有限责任公司（Investor Compensation Compa	1998年	1998年颁布的《投资者赔偿法》（Investor Compensation	独立公司模式	(1)基金A的参加者为信贷机构、业务不受限制的投资公司、证券经纪商 (2)基金	基金A征收固定和浮动的年度会费,其金额按照会员拥有合格客户数而定; 基金B只对会员机构征	当会员公司的商业投资失败而不能退还投资者资金时,投资者有权根据赔偿计划提出赔偿申请	赔偿90%,最高赔偿额为20000欧元

国家或地区	名称	建立时间	法律依据	组织模式	会员组成	资金筹集方式	赔偿范围	赔偿限额
	ny Limited , ICCL) , 下设两个基金		Act)		B 的参加者为业务受到限制的投资公司、提供投资服务的保险中介人	收固定的年度会费, 其金额根据其业务类型而定; 对基金 A 和基金 B 来说, 当出现资金短缺时, ICCL 在获得监管部门同意后, 均可以借款或者筹资		
德国	EdW		《存款保护和投资者赔偿法案》(Deposit Guarantee and Investor Compensation in Act) (1998 年 1 月)	独立模式	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 (securities trading bank), 金融服务机构和投资公司。	两种筹资方式: 1998 年 8 月根据会员管理资金的一定比例缴纳一次性会费; 每年根据总利润, 按所属不同类别不同比例缴纳年度会费。当基金不够赔偿时, 可以向成员征收特别费用。计划有权借款。	当赔偿计划的会员因投资业务发生损失, 不能偿还属于投资者的资金或托管、代为保管的证券及其它金融工具的情况下, 投资者享有从赔偿基金获得赔偿的权利。	赔偿 90%, 最多 20000 欧元
英	金融服	其前	2000 年	FSA	开展法律	1. 会员年度	当一家会员	30000 英

国家或地区	名称	建立时间	法律依据	组织模式	会员组成	资金筹集方式	赔偿范围	赔偿限额
国	务赔偿计划 (FSCS)	身投资者赔偿计划 (ICS) 于 1986 年设立, 1988 年正式运行, 2001 年 2 月 1 日起为 FSCS 取代。	《金融服务和市场法 (FSMA)》	组建了金融服务赔偿计划有限责任公司负责管理该赔偿计划 (Financial Services Compensation Scheme Limited (FSCS))	定义之投资业务的所有公司	会费; 2. FSCS 有权根据需要每年多次收取会费。	投资公司破产、或不能支付投资者索偿造成投资者损失并且不能从其他渠道获得补偿时	镑金额内, 100% 赔付; 然后赔付另外 20000 英镑的 90%; 总额最多赔偿 48000 英镑。
香港	香港交易所赔偿基金	1985 年	1974 年《证券条例》第 10 条	附属模式 (正向独立公司模式的方向改革)	交易所所有会员	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“赔偿基金	香港交易所赔偿基金只适用于交易所会员的客户, 其目的在于赔偿在任何与股票经纪的交易中, 因经纪	目前每名会员的赔偿限额为 800 万港元。

国家或地区	名称	建立时间	法律依据	组织模式	会员组成	资金筹集方式	赔偿范围	赔偿限额
						储备账户”	商未履行证券业务的法定责任而蒙受金钱损失的投资者。	
台湾	证券投资人保护基金	1995年	台湾证管会1995年颁布的《证券投资人保护基金设置及运用办法》	附属模式	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共10家相关证券机构分别缴纳资金组成	会员出资	如果投资者的买卖委托已经成交并对经纪商完成交割义务，但经纪商却未能履行其对台湾证券交易所的交割义务，那么投资者可对对应的证券或价款提出赔偿请求。赔偿的交易品种限于有价证券和权证。	每家证券经纪商每个投资者的赔偿金额，每次限额为100万元新台币。保护基金对每家证券经纪商所有投资者的赔偿金额，每次限额为1亿元新台币
澳大利亚	证券交易担保公司（SEG C）	1987年	1987年《国家担保基金法》	附属模式	赔偿基金可用于对涉及与证券经纪商进行的交易要求的赔偿，但这些经纪商必须是	赔偿资金来自于“国家担保基金”，截至2000年12月31日，NGF的资产价值约为1.58亿澳元。其增值	1. 清算后，市场参与者组织可能无力向其客户提供所出售的证券或支付购买证券的资金； 2. 市场参与	

国家或地区	名称	建立时间	法律依据	组织模式	会员组成	资金筹集方式	赔偿范围	赔偿限额
					ASX 的“市场参与者组织”(Participating Organisations)成员。	主要来源于投资收益。	<p>者组织成员在未经授权的情况下交易某些可在市场上交易的其他证券而造成的损失；</p> <p>3. 市场参与者组织成员因取消或无力取消违反证券清算所商业规则之规定的证券产权证书而造成损失；</p> <p>4. 市场参与者组织成员因破产或无力履行其在证券交易过程中或与之联系的财产方面（通常是现金或证券）的义务而造成损失。</p>	
加拿大	加拿大投资者保护基金 (the Canadian Investor Protection Fund)	1969年	加拿大尚未颁布专门针对投资者保护	附属模式（附属加拿大	SROs 的会员	1. 会员按总收入的一定比例上缴的会费，历年的会费费率	CIPF 在一定限度内赔偿客户因会员破产清算而导致的证	100 万加元

国家或地区	名称	建立时间	法律依据	组织模式	会员组成	资金筹集方式	赔偿范围	赔偿限额
	an Investor Protection Fund, CIPF)		护方面的法律。因此 CIPF 的操作主要遵循加拿大破产清算及其他相适宜的法律。	大自律监管组织)		均未超过会员总收入的 1%； 2. 会员因资金不足而缴纳的风险保险费用； 3. 自律监管组织每年利息收入的捐赠。 4. CIPF 还拥有由两家加拿大特许银行提供的共计 1 亿美元的借款额度。	券、现金余额及其他特定财产（例如分类保险基金）方面的损失	

参考文献

香港联交所新闻稿，《赔偿基金的保障范围只适用于联交所参与者的客户》，2000 年 5 月 21 日

香港证监会新闻稿，《投资者赔偿基金咨询文件》，2001 年 3 月 7 日。

香港证监会咨询文件，《建议的新投资者赔偿安排》，2001 年 3 月。

台湾证券交易所，《证券投资人保护基金设置及运用办法》，1998 年修订版

台湾证券交易所，《台湾证券交易所股份有限公司共同责任制交割结算基金管理办法》。

Directive 97/9/EC of The European Parliament and of The Council on investor-compensation schemes, March 3, 1997

SIPC, Annual Report 2000, (www.SIPC.org).

SIPC, Securities Investor Protection corporation, April 30, 2001. (www.SIPC.org).

Investor Compensation Act, 1998 (*Ireland*)

Investor Compensation: How does it work, Investor Compensation Company Limited, 2000 (*Ireland*)

FSCS, Financial Services Compensation Scheme Annual Report, 2000/01. (*England*) (www.fscs.org.uk)

ICS, Investors Compensation Scheme Annual Report, 2001. (*England*)

Deutsche Bundesbank Monthly Report, July 2000 (*Germany*)

The 2001 Annual Report for Securities Exchanges Guarantee Corporation, www.segc.com.au