

投资者保护基金先行赔付制度的反思与重构

袁 康^{*}

内容提要 现有证券市场先行赔付制度中,投资者保护基金的角色并未得到充分发挥。基于投资者保护基金的公共性及其保护投资者的立场,由投资者保护基金公司作为先行赔付主体出资赔付投资者,有助于激活投资者保护基金的功能和效用,同时实现先行赔付制度的可持续。投资者保护基金先行赔付机制的构建,需要兼顾基金规模维持和投资者公平受偿,在赔付程序、资金来源、赔付标准以及追偿机制上与责任主体先行赔付应有所区别。将投资者保护基金制度与先行赔付制度有效衔接,并通过对投资者保护基金先行赔付的适用条件、赔付资金管理机制、赔付标准和追偿保障机制进行系统性重构,可以实现投资者保护基金先行赔付制度的有机协调和稳健运行。

关键词 证券民事赔偿 先行赔付 投资者保护基金 公共补偿

目 次

- 一、先行赔付中投资者保护基金的角色检视
- 二、投资者保护基金先行赔付的应然逻辑
- 三、投资者保护基金先行赔付的制度基础
- 四、投资者保护基金先行赔付的制度重构
- 五、结语

^{*} 武汉大学法学院副教授,法学博士。本文系2020年度国家社科基金青年项目“系统重要性金融科技公司的法律规制研究”(项目批准号:20CFX062)的阶段性成果。

先行赔付作为我国证券市场的制度创新,在“万福生科案”“海联讯案”和“欣泰电气案”的实践探索中取得了积极效果,并在2019年修订的《证券法》第93条中得以正式确认。中国证券投资者保护基金有限责任公司(以下简称“投保基金公司”)作为先行赔付主体委托的投资者保护机构,负责投资者利益补偿专项基金管理并积极参与先行赔付方案设计与执行,支持了受损投资者及时公平受偿。但囿于先行赔付的非强制性,先行赔付专项基金的出资仰赖于发行人主要股东或证券公司的主动意愿,在缺乏有效的激励约束下先行赔付难以突破个案实践成为制度常态。^①与此同时,仅以基金管理人身份参与先行赔付的投保基金公司除提供具有公益性质的专业服务外,并未将证券投资者保护基金(以下简称“投保基金”)的存量资金用作先行赔付专项基金的来源,导致其投资者保护功能的实际发挥与市场期待产生了偏差。投保基金经年累月的基金存量因《证券投资者保护基金管理办法》关于基金用途的限制^②而大部分被束之高阁。先行赔付主体的选择是先行赔付制度的关键内容,由投保基金公司作为先行赔付主体,合理利用投保基金对投资者进行补偿,既是确保先行赔付制度持续性和常态化的现实需求,也是投保基金履行投资者保护职能的应有之义。

一、先行赔付中投资者保护基金的角色检视

先行赔付是指因欺诈发行、虚假陈述等重大证券违法行为给投资者造成损失,在责任主体承担民事赔偿责任之前,由证券侵权可能的连带责任人先行出资赔付投资者,再由先行赔付主体向发行人及其他连带责任人进行追偿的一种制度措施。^③在我国已有的先行赔付实践中,投保基金公司接受出资人委托管理专项补偿基金,协助设计和执行赔付方案,是先行赔付制度中的关键主体和重要环节。

(一) 先行赔付实践中投保基金的多元法律定位

1. 作为基金管理人管理专项补偿基金

根据前述先行赔付案例的相关公告,投保基金公司接受专项补偿基金出资人的委托担任基金管理人,并履行相应的管理人职责。^④然而投保基金公司并非《证券投资基金法》和《信托法》意义上的基金管理人。专项补偿基金的设立目的和投保基金公司的特殊性质也决定了其基金管理行为不能与普通基金管理行为等同。“基金管理人”的称谓的确具有迷惑性,但现有先行赔付实践中的基金出资人与投保基金公司之间仅为委托

① 参见郭锋等:《中华人民共和国证券法制度精义与条文评注》(上册),中国法制出版社2020年版,第516页。

② 参见《证券投资者保护基金管理办法》第19条相关规定。

③ 参见陈洁:《证券市场先期赔付制度的引入及适用》,载《法律适用》2015年第8期,第25页。

④ 参见《中国证券投资者保护基金有限责任公司关于万福生科虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金的管理人公告》《中国证券投资者保护基金有限责任公司关于海联讯虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金的管理人公告》《中国证券投资者保护基金有限责任公司关于欣泰电气欺诈发行先行赔付专项基金的管理人公告》,载中国证券投资者保护基金有限责任公司官网“专项补偿”栏目, <http://www.sipf.com.cn/investor/>, 2022年11月15日访问。

代理关系,而非通常理解中的管理人与投资者之间的信托关系。^⑤投保基金公司并非接受基金出资人的信托,受让专项基金的财产权利并以自己的名义进行基金管理和处分行为,而是根据基金出资人的委托授权,负责专项基金的日常管理及运作,即根据委托管理基金基础事务。管理行为的主要内容是成立赔付工作组执行基金先行赔付事务,在基金出资人与受损投资者达成民事和解后,根据和解协议向投资者支付赔偿资金,亦即根据双方和解协议进行代理支付。因此,投保基金公司在对利益补偿专项基金进行管理时,应当以出资人的授权委托书所约定的内容为限。在没有特别授权的情况下,或者在出资人将委托转为信托以前,不得超越授权处分基金财产或主动进行其他基金管理活动。

2. 作为投资者保护机构主持先行赔付

正如《证券法》第93条之规定,投保基金公司的投资者保护机构属性是其参与先行赔付程序的基础。在投保基金公司接受出资人委托管理专项基金的过程中,投保基金公司作为投资者保护机构的公共利益代表人角色亦得到充分彰显。由于证券违法案件中投资者人数众多,若不能及时有效赔付投资者、安抚市场情绪,容易引发证券市场的动荡和信任危机。而证券侵权民事赔偿的认定和计算十分复杂,数量巨大且能力参差的受损投资者与先行赔付主体达成公平合理且为各方接受的统一赔付方案并非易事。此时投保基金公司作为国有独资专司证券投资者保护的组织机构,自然便担负起了公众投资者利益代言人的角色。^⑥一方面,投保基金公司形式上接受基金出资人的委托管理专项基金,但实质上需要充分代表受损投资者的利益。基金出资人委托投资者保护机构,而非其他第三方机构或者自身进行基金管理,是期望利用投保基金公司作为投资者保护机构的公益定位作“桥梁”,^⑦避免在先行赔付发生争议时因利益冲突或自利倾向而面临更大的市场负面情绪。更重要的是,作为先行赔付制度背后推手的监管部门也更倾向于让具有官方背景的投资者保护机构参与整个程序,以确保先行赔付的客观和中立;另一方面,投保基金公司在与基金出资人和其他连带责任人共同协商、设计利益补偿方案时需充分考虑和保护受损投资者利益。^⑧利益补偿方案是否合法合理决定了相关主体对先行赔付的认可与否。考虑到先行赔付时受损投资者的弱势,他们既未在司法程序中获得任何可供执行的判决依据,且通常也不愿支付组织众多分散投资者维权的成本,^⑨难以独自面对强势的上市公司、保荐机构及其他责任人,直接参与利益补偿方案协商。故作为投资者保护

^⑤ 参见洪艳蓉:《论基金托管人的治理功能与独立责任》,载《中国法学》2019年第6期,第245页。

^⑥ 参见王欣新、亢力:《试论证券投资者保护基金有限责任公司在证券公司破产中的作用》,载《法学杂志》2012年第4期,第24页。

^⑦ 参见陈洁:《科创板注册制的实施机制与风险防范》,载《法学》2019年第1期,第159页。

^⑧ 有观点认为先行赔付中未以双方相互协商作为和解基础,这一认识恰恰反映了基金出资人与其他证券违法行为人的强势地位以及投资者保护机构介入的必要性。参见谢丽媛:《探析先行赔付制度的构建——以〈证券法(修订草案)〉为探讨背景》,载《西南金融》2017年第7期,第55页。

^⑨ “万福生科案”中,受损投资者成立了投资者维权协会,以受损严重、具备专业知识者为代表参与赔付谈判,试图利用被侵权人代表人制度平衡双方的强弱势地位。参见李晗、霍丽君:《证券市场大规模侵权补偿基金的制度构想——以万福生科案为例》,载《武汉理工大学学报(社会科学版)》2015年第5期,第951页。

机构的投保基金公司参与利益补偿方案的设计和执行,能够充分保障投资者合法权益。

3. 作为提存机关保证债务履行

先行赔付实践中,担任基金管理人的投保基金公司同时也是基金出资人与投资者之间和解协议的执行机关。投保基金公司通过公告引导投资者接受先行赔付方案并与基金出资人就损害赔偿达成和解协议,使投资者以放弃通过诉讼等方式主张权利为对价获取专项补偿基金中的特定财产权益。在和解协议签订前,投保基金公司保管先行赔付主体出资形成的基金财产。在和解协议签订后,投保基金公司根据和解协议约定的赔付方案,核定赔付数额并通过证券交易结算系统进行资金划拨,从而实现和解协议的执行。在这个层面上,投保基金公司管理专项补偿基金的行为不仅仅只是受托管理财产,还发挥着确保基金出资人对投资者基于和解协议所产生债务顺利履行的提存机关角色。从法律关系构成来看,先行赔付的基础是适格投资者与基金出资人签署的民事和解协议,其本质是侵权之债转化而成的合同之债。^⑩然而该项债务是否能够得到实际履行,一方面取决于债务人履行债务的能力,另一方面也取决于债务人履行债务的意愿。一旦先行赔付主体不愿履行偿付承诺或没有足额资产履行偿付承诺,将会导致先行赔付方案的落空。因此由先行赔付主体提前出资设立专项补偿基金并由投保基金公司管理,可以在事实上起到提存履行和解协议所需资金的效果。最高人民法院在《关于为设立科创板并试点注册制改革提供司法保障的若干意见》中也认可了先行赔付中投资者保护机构的提存机构性质。^⑪

(二) 先行赔付中投保基金角色的反思与检讨

根据《证券投资者保护基金管理办法》的定位,投保基金公司以筹集、管理、运作证券投资者保护基金,监测和处置证券公司风险为主要职责,同时开展证券期货纠纷多元化解和投资者教育等工作,是以证券市场稳定和投资者保护为根本目标的投资者保护机构。投保基金公司在先行赔付中承担重要角色,在制度探索实践中被赋予了特殊的历史使命。然而投保基金公司在先行赔付中的角色存在着诸多局限与不足。

1. 功能定位流于辅助性角色

先行赔付是针对证券侵权民事赔偿的诸多困境,为实现公平和效率价值而探索的替代性纠纷解决机制创新。^⑫投保基金公司在先行赔付中管理专项补偿基金、协调制定赔付方案、发布公告、核算和划拨赔付资金,作为基金管理人、投资者保护机构和提存机关发挥了重要作用,甚至在一定程度上看似“主导”了整个先行赔付流程。然而事实上,不论是先行赔付程序的启动,还是专项补偿基金的出资,或是赔付方案的确定,乃至补偿资金的划拨,投保基金均无实质性的主导权,而是仅具有工具意义上的辅助性角色。

^⑩ 参见赵吟:《证券市场先行赔付的理论疏解与规则进路》,载《中南大学学报(社会科学版)》2018年第3期,第27页。

^⑪ 最高人民法院提出“借鉴先行赔付的做法,将执行款项交由投资者保护机构提存,再由投资者保护机构通过证券交易结算系统向胜诉投资者进行二次分配”。参见《最高人民法院关于为设立科创板并试点注册制改革提供司法保障的若干意见》(法发〔2019〕17号)。

^⑫ 参见袁康:《证券侵权民事赔偿标准研究》,法律出版社2022年版,第155页。

主导先行赔付程序的力量来源于两个方面,即监管部门和先行赔付主体。就前者而言,看似基于市场主体自愿和解的先行赔付背后,实际有着行政权力的强力助推。^⑬不可否认,“万福生科案”中的先行赔付实际上是在证券监管部门的“窗口指导”下,作为保荐人的平安证券不得不接受的一种妥协方案。彼时打击欺诈发行和保护投资者是监管部门的工作重点,而中国证监会在作出行政处罚决定时也会将先行赔付作为重要的考虑因素。^⑭2015年底,中国证监会在《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第1号——招股说明书》中,明确规定招股书扉页应载有“保荐人承诺因其为发行人首次公开发行股票制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,给投资者造成损失的,将先行赔付投资者损失”的声明和承诺,即通过合规要求推动了保荐人先行赔付的“自主”承诺。就后者而言,先行赔付程序的启动与执行均以先行赔付主体的委托为基础,补偿方案和补偿资金划拨以先行赔付主体与投资者达成的和解协议为依据。^⑮《证券法》第93条“发行人的控股股东、实际控制人、相关的证券公司可以委托投资者保护机构,就赔偿事宜与受到损失的投资者达成协议,予以先行赔付”中“可以”的任意性表述和“投资者保护机构”的概括界定也意味着只有在相关主体有先行赔付意愿且选择投保基金公司作为受托方的情况下,投保基金公司方得介入先行赔付程序。

2. 投保基金的资金优势未得到充分发挥

选择投保基金公司参与先行赔付的制度实践,很大程度上是基于投保基金公司在履行筹集、管理和运作投保基金职责时积累的丰富资源和经验,具备提供特定“公共产品”的能力。^⑯与此同时,投保基金公司的非营利性定位和法定投资者保护机构属性能够充分保证专项补偿基金管理的客观中立,避免先行赔付中的利益冲突和俘获。^⑰然而先行赔付的前提在于先行赔付主体出资形成的专项补偿基金。从现有实践来看,三个先行赔付案例中专项补偿基金的出资人系发行人的主要股东或相关证券公司,作为投保基金管理者的投保基金公司在先行赔付中只是管理他人出资的专项补偿基金,并未涉及对自身存量投保基金的调用。这种制度方案在先行赔付主体有意愿且有能力先行赔付的情况下自然不存在问题,但假设发行人主要股东或相关证券公司没有意愿或能力先行赔付时,专项补偿基金则会因缺乏出资人而无法设立,受损投资者则无法得到有效补偿。这就会导致先行赔付制度对于投资者而言并非具有普遍适用性的保护制度,只能是一种以

^⑬ See Robin Hui Huang, Hailong Li & Gavin Yao Lin, *The Anatomy of Securities Class Action in China: A Functional and Comparative Approach*, *Securities Law Journal*, Vol.46:4, p.365 (2018).

^⑭ 例如“海联讯案”和“欣泰电气案”中,主动出资设立专项补偿基金、积极制定先行赔偿方案都是行政处罚决定书中明文指出的从轻减轻处罚的情节。参见《中国证监会行政处罚决定书(深圳海联讯科技股份有限公司、章某、邢某某等18名责任人)》([2014]94号)和《中国证监会行政处罚决定书(兴业证券股份有限公司、兰某、伍某某)》([2016]91号)。

^⑮ 参见汤欣:《证券投资者保护新规中的先行赔付》,载《中国金融》2020年第8期,第38页。

^⑯ See Nancy J. Knauer, *Reinventing Government: The Promise of Institutional Choice and Government Created Charitable Organizations*, *New York Law School Law Review*, Vol.41, p.945 (1996).

^⑰ See Curtis J. Milhaupt, *Nonprofit Organizations as Investor Protection: Economic Theory and Evidence from East Asia*, *Yale Journal of International Law*, Vol.29, p.169 (2004).

责任人意愿和能力为前提的“碰运气”式偶然适用的损害赔偿机制。

事实上,相比于另一投资者保护机构中证中小投资者服务中心而言,投保基金公司最大的优势并非所谓“专业性”,而是其管理和运作投保基金所形成的巨大资金优势。对于前者而言,虽然其主要职责是持股行权、纠纷调解、证券支持诉讼等,但并不意味着它没有足够的资源和能力管理投资者利益补偿专项基金。^⑮正如投保基金公司有资格和能力参与证券特别代表人诉讼一样,中小投服同样有资格和能力根据《证券法》第93条之规定受托参与先行赔付。但遗憾的是,受限于《证券投资者保护基金管理办法》关于基金用途的明确规定,投保基金不能用于证券侵权中的投资者补偿,这也决定了投保基金公司无法利用投保基金发起先行赔付,限制了投保基金公司最大优势的发挥。

3. 投资者保护功能陷于被动

投保基金公司的职责既包含着防范证券市场系统性风险的审慎目标,又包含着保护投资者的行为目标。为防范证券市场系统性风险,投保基金公司除了参与证券公司风险处置以外,也对证券公司风险进行日常监测,必要时使用投保基金为证券公司提供流动性支持;而针对投资者保护目标,投保基金公司主要通过加强投资者教育、参与投资者纠纷调解来推动。然而,对比投保基金两个目标的工具数量和适用效果可以发现,投保基金公司对证券公司的保护力度明显大于对投资者的保护力度:对证券公司的保护常态化、主动性强、可兜底,对投资者的保护则呈现出明显的滞后性、被动性和有限性。对于证券公司,投保基金公司开展风险监测,时刻关注其风险水平,及时提醒监管机构跟进干预;而对于投资者,投保基金公司则主要通过开展投资者教育,增强投资者自我保护能力,或是在纠纷发生后介入,支持投资者并协助调解纠纷。这种目标重心差异表明,对系统性风险防范目标的沿袭和固守,导致投保基金公司过于关注证券公司的安全问题而使投资者保护陷于被动。^⑯这种被动在先行赔付实践中反映得尤为突出。一方面,投保基金公司作为投资者保护机构主持先行赔付依赖于先行赔付主体的委托而启动,投保基金公司并不能主动地发起先行赔付程序以保护投资者;另一方面,投保基金公司作为基金管理人及提存机构只能根据经先行赔付主体认可的赔付方案进行补偿的核算和拨付,并不能超越出资人的同意实施更有利于投资者利益充分补偿的赔付方案。除了被动地辅助先行赔付程序的有序推进,投保基金公司在现有先行赔付制度框架内难有主动作为。

二、投资者保护基金先行赔付的应然逻辑

由投保基金作为先行赔付主体的设想其实并不陌生。有学者曾建议当责任主体缺乏先行赔付的能力和意愿时,可由投保基金出资对适格投资者提供次优保护和底线保

^⑮ 也有学者提出由中证中小投资者服务中心管理投资者赔偿基金的构想。参见傅穹:《我国证券法实施后时代下的投资者赔偿基金制度构想》,载郭文英主编:《投资者》(第9辑),法律出版社2020年版,第62页。

^⑯ 有学者指出,中国投资者保护基金仅处置证券公司风险,在投资者保护体系中处于消极地位,更多的是一种行业保护而非投资者保护。参见杨光:《中国证券投资者保护基金的再定位》,载《上海金融》2014年第10期,第48页。

护,从而构建起责任主体全额赔付与投资者保护基金最低赔付相结合的先行赔付制度。^{②①}投保基金公司原总经理巩海滨也提出扩大证券投资者保护基金使用范围,建立投资者保护基金先行偿付机制。^{②②}在2015年4月20日提交审议的《证券法(修订草案)》(一审稿)也曾尝试规定投资者保护机构可以就赔偿事宜与投资者达成协议予以先期赔付。这些意见反映了投保基金先行赔付存在一定程度的共识,且具备自洽的内在逻辑。

(一) 立场逻辑: 投保基金的公共性与投资者保护功能

我国证券投资者保护基金制度建立的直接背景是2003—2004年间的证券行业危机。^{②③}为处置证券行业危机、保护投资者权益,监管部门先后发布《个人债权及客户证券交易结算资金收购意见》《证券投资者保护基金管理办法》建立证券投资者保护基金制度。投保基金的设立背景、功能定位以及管理运作,都反映了投保基金的立场是运用公共性资金维护证券市场稳定,最终实现投资者保护。

第一,公共性是投保基金的基本属性。《证券投资者保护基金管理办法》规定投保基金来源于交易所在风险基金达到规定的上限后交易经手费的20%、中国境内注册的证券公司营业收入的0.5%—5%、申购冻结资金的利息收入、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、国内外机构组织及个人的捐赠以及其他合法收入。缴纳投保基金的主体是证券交易所以及所有证券公司,其所缴纳的资金都是来源于证券市场运行和发展的成果。投保基金主要用于处置证券公司风险,维护证券市场稳定并保护投资者利益,具有显著的公共利益取向。不论来源还是用途,投保基金的资金都具有鲜明的公共性,凝聚着对证券市场稳定发展这一公共利益的追求,反映了《证券投资者保护基金管理办法》第5条所明确的“取之于市场、用之于市场”的原则。

第二,投资者保护是投保基金的根本功能。《证券法》第126条和《证券投资者保护基金管理办法》第2条揭示了证券投资者保护基金的功能定位,即证券投资者保护基金是在防范和处置证券公司风险中用于保护证券投资者利益的资金,有助于弥补证券公司治理的不足,为弱势投资者建立最后的安全网,从而切实保护证券投资者的利益。^{②④}投保基金具有两个重要特征:一是基金的使用语境,即基金用于防范和处置证券公司风险;二是基金的使用目的,即基金用于保护证券投资者利益。而这两个特征也揭示了投保基金的基础性功能是防范证券市场系统性风险和保护证券投资者权益,其中保护投资者是根本目标,其实现途径包括在前端保证证券公司安全,如监测证券公司风险;在后端弥补投资者的非预期风险损失,如收购个人债权、弥补交易结算资金等。因此,基于投资者保护立场的投保基金管理和使用,应与证券市场的投资者保护需求保持一致。

投保基金的这一立场,为其作为先行赔付主体提供了正当性基础。然而,也有观点

^{②①} 参见张东昌:《证券市场先行赔付制度的法律构造——以投资者保护基金为中心》,载《证券市场导报》2015年第2期,第69页。

^{②②} 参见巩海滨、王旭:《证券市场先行赔付制度研究》,载《财经法学》2018年第6期,第159页。

^{②③} 参见前注^{②①},王欣新、亢力文,第23页。

^{②④} 参见章龙:《我国证券投资者保护基金设立的理论分析》,载《北方经济》2009年第7期,第31页。

认为投保基金不宜作为先行赔付主体,因其设立初衷是应对证券公司破产等情形下的债权赔付,不应为个别市场主体的错误行为买单。^{②4} 概括而言,投保基金先行赔付的正当性主要面临两大质疑:是否对投资者市场风险提供保险?是否突破了投保基金的使用范围?

投保基金先行赔付的确会带来受损投资者通过投保基金获得赔付的效果,但并不意味着投资者的市场风险转由投保基金负担。一方面,先行赔付的对象是因虚假陈述等证券侵权行为受损的投资者,赔付金额是根据证券法及相关司法解释可以确定的赔偿责任,赔付的损失风险并非表现为价格波动的市场风险,而是表现为欺诈的道德风险。市场风险由投资者自负,但道德风险可以获得法律的救济^{②5}。先行赔付不外乎将本应由责任人承担的赔偿责任由先行赔付主体先行承担,投资者也仅是就证券侵权所致损失而非全部投资损失获赔,市场风险已排除在赔付金额之外^{②6}。另一方面,投资者向证券侵权责任人求偿不足或不能的风险与责任人赔偿能力相关,属信用风险,但由于证券侵权民事赔偿中庞大的连带责任网络,此种风险因“深口袋”的存在几乎可忽略不计,^{②7} 即使有此风险,在先行赔付制度中设置赔付限额也可以将其控制在一定的范围之内,具备公共性的投保基金就此部分风险对处于弱势的中小投资者进行公共补偿也并无不妥。

《证券投资者保护基金管理办法》规定投保基金主要用于防范和处置证券公司风险,造成了一种思维定式,即投保基金系证券行业出资保障券商。然而不论是从资金来源还是运行实效来看,投保基金先行赔付投资者都有其正当性依据。首先,投保基金的资金来源从根本上源于投资者。作为投保基金第一大来源的交易经手费,系基于投资者参与证券交易而产生,^{②8} 证券公司上缴的营业收入亦是源自投资者的投资活动,不宜因投资者未直接缴纳投保基金便否定投资者对投保基金的贡献以及由此应享有的利益,更不宜认为投保基金仅是券商出资因而只应保护券商。其次,我国投保基金的单一用途导致运行实效有限。近十年来,我国证券公司相对健康的发展现状决定了当前投资者保护基金

^{②4} 参见前注^{①0},赵吟文,第31页。

^{②5} 以虚假陈述为例,因发行人虚假陈述导致投资者损失的,投资者有权获得赔偿。因此这种损失并非应由投资者自负的市场风险。参见《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》(法释〔2022〕2号)第24、25条。

^{②6} 法院在确定证券虚假陈述侵权赔偿责任时,会基于因果关系的判断将证券市场系统风险等排除在损失之外。参见前注^{②5},《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》第31条第2款。

^{②7} 《证券法》第85条规定了虚假陈述中发行人的控股股东、实际控制人、董监高及其他责任人员、保荐人、承销商及其直接责任人员应当与发行人承担连带赔偿责任。众多连带责任主体中总会有“深口袋”最终承担赔偿责任。

^{②8} 从投保基金公司统计数据看,交易经手费是投保基金主要来源,占比接近一半,紧随其后的是利息收入和证券公司上缴基金。例如2020年,投保基金累计筹集98.842亿元,其中交易经手费38.755亿元,利息收入26.753亿元,证券公司上缴基金19.738亿元;2021年,投保基金累计筹集112.653亿元,其中交易经手费49.948亿元,证券公司上缴基金30.902亿元,利息收入23.164亿元。据此,投保基金主要资金来源并非证券公司,而是参与证券交易的投资者。

在偿付证券公司破产债权方面的作为空间十分有限,^{②⑨} 投保基金空有投资者保护之名却未能充分行投资者保护之实,这容易导致投保基金制度的空转。因此有必要适时突破,通过探索投保基金先行赔付机制激活投保基金的制度功能。

(二) 能力逻辑: 投保基金的资金规模与使用效果

除《证券投资者保护基金管理办法》对投保基金用途的限制外,对投保基金先行赔付的最大质疑和担忧不外乎先行赔付可能导致投保基金资金的短缺与不足,从而影响投保基金处置证券公司风险这一初始功能的有效实现,并且可能“赔不了几单”或“赔不起”。但实际上,从投保基金历年的资金募集和使用情况来看,投保基金规模逐年扩大,使用效率不高,资金存量可观。很显然,拥有大量闲置资金的投保基金在作为先行赔付主体时不仅无能力之虞,相反是最有能力的主体,具有现实的可行性基础。

表 1 投保基金资金筹集和使用情况^{③⑩}

年度	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
当年筹集规模	56.61 亿元	90.724 亿元	88.703 亿元	98.842 亿元	112.653 亿元	121.454 亿元
当年使用总额	22.042 亿元	21.983 亿元	21.733 亿元	38.579 亿元	29.57 亿元	30.265 亿元
当年结余总额	34.568 亿元	68.741 亿元	66.97 亿元	60.263 亿元	83.083 亿元	91.189 亿元
当年用度占比	38.9%	24.2%	24.5%	39%	26.2%	24.9%
风险处置支出	0.005 亿元	0.077 亿元	0.02 亿元	0.002 亿元	0.018 亿元	无
风险监测支出	0.261 亿元	0.259 亿元	0.261 亿元	0.207 亿元	0.239 亿元	0.219 亿元
基金委托管理费	0.182 亿元	无	无	无	无	无
其他支出	21.594 亿元	21.647 亿元	21.452 亿元	38.37 亿元	29.313 亿元	30.046 亿元

第一,投保基金积累了巨额存量资金,具备出资先行赔付的资金能力。由于投保基金筹集的持续性以及用途的有限性,每年的筹集规模总是大于使用规模,因而会产生大

^{②⑨} 对比投保基金公司首次公开的统计月报(2017年6月)和最新统计月报(2022年12月),投保基金公司累计对26家证券公司进行了风险处置,这个数字在长达5年的时间里未发生任何变化。而这26家证券公司(如武汉证券、汉唐证券等)早已是淹没在中国证券市场历史尘埃中的明日黄花。这意味着投保基金在相当长的时间里并未真正实际进行证券公司风险处置。参见《2017年6月统计月报》和《2022年12月统计月报》,载中国证券投资者保护基金有限责任公司官网, <http://www.sipf.com.cn/zjjk/tjsj/tjyb/index.shtml>, 2023年3月14日访问。

^{③⑩} 数据来源:中国证券投资者保护基金有限责任公司。特别说明:2021年投保基金累计基金投资成本支出100.609亿元,2022年累计基金投资成本支出200.348亿元。因投保基金的资金运用仅限于银行存款和高信用等级债券,投资安全稳健,且仍属投保基金资产,故本表不将其计为使用,而是将其计入结余。

量的资金结余。从表1可见,2017年至2022年间,投保基金筹集规模逐年攀升,但当年资金使用总额趋于平稳,每年资金结余相应增加,6年间的累计资金结余总额已达404.814亿元之巨。投保基金的存量资金,能够为投保基金公司作为先行赔付主体提供坚实的资金保障。首先,先行赔付并非总是全额赔付,赔付金额相比于投保基金资金存量并不算高,不会出现“赔不起”的问题;其次,投保基金并非民事赔偿最终责任主体,先行赔付资金可通过追偿得以收回;最后,并非所有证券侵权案件都需要投保基金先行赔付,先行赔付条件可以根据制度设计予以完善和优化。因此,投保基金公司有足够的资金能力作为先行赔付主体,由其出资先行赔付并不会影响基金财产的充实。

第二,投保基金使用未发挥最大效用,存在资金空转和能力闲置。投保基金主要用于风险监测和处置,以及基金日常管理所产生的其他开支。然而从表1可以发现:风险监测和处置的支出数额微乎其微,相比于每年的筹集规模而言几乎可以忽略不计,“其他费用”反倒远超风险监测和处置支出,成为了最主要的支出项目。这种现象既是我国证券市场健康平稳发展的反映,但同时也折射出投保基金在当前市场环境下并无太大作为空间。即便加上数额巨大的其他支出,投保基金每年筹集资金的使用比例一直未超四成。大量结余资金在投保基金体系内空转,投保基金纵有强大资金能力但却因基金用途限制而只能闲置。更为重要的是,投保基金信息披露中对作为最主要支出类型的“其他支出”不予明细,难免会引来对投保基金究竟用于何处的追问。这种困境表明投资者保护基金制度存在一定程度的失灵。因此,盘活投保基金存量,将其用于先行赔付,不失为激活投保基金制度闲置能力的一种可行选择。

第三,先行赔付中的追偿机制可以实现赔付资金的收回,且投保基金公司具备较强的追偿能力。先行赔付主体并非民事赔偿责任的最终承担者,可以向发行人或其他连带责任人追偿从而收回赔付资金。投保基金先行赔付投资者,并不意味着投保基金资产的损失,通过行使追偿权可以实现基金“回血”。投保基金公司作为投资者保护机构,既有强大的专业能力,也有鲜明的官方背景,相比于一般的先行赔付主体追偿能力更强。衡量投保基金赔付能力的不是其基金存量的数额,而是其动态的偿付能力。偿付能力的维持只需要确保每年赔付资金与追偿资金的差额小于每年节余资金即可。^③即便个别案件中由于民事责任主体资产不足导致先行赔付资金无法全额收回,对投保基金的影响也在风险承受范围之内。另外,投保基金先行赔付资金来源的拓展以及赔付标准的完善,都有助于提升和保障投保基金的偿付能力,确保投保基金先行赔付机制的持续性。

③ 偿付能力通常衡量的是资金运转和融通能力,是保证财务状况良好的最低标准。在评估社保基金的偿付能力时,通常采用收付实现制(即以货币实际收支为依据)与权责发生制(即以应收权利和应付责任为依据)相结合的理念。这可以为衡量投保基金的偿付能力提供有益参考。参见唐大鹏、张琪:《我国社保基金财务偿付能力评价指标构建及风险测度》,载《财政研究》2019年第1期,第75页。在公司法中也常用偿债能力测试来判断公司的财务状况,其中静态的资产负债表只是一个方面,未来可预期的现金流也可以提升公司偿债能力。参见朱慈蕴、皮正德:《公司资本制度的后端改革与偿债能力测试的借鉴》,载《法学研究》2021年第1期,第55页。在能够通过追偿收回先行赔付资金的情况下,投保基金可以具备持续先行赔付的财务能力,即便追偿耗费周期可能较长,但其存量资金亦足以周转,不会出现“赔不了几单”的问题。

（三）运行逻辑：先行赔付的激励与约束机制

当前的先行赔付实际上是先行赔付主体与投资者之间自愿达成的和解行为,并无法律上的强制性。^{③②}因此,先行赔付制度的运行有赖于先行赔付主体的意愿和能力。在缺乏足够激励约束机制的情况下,发行人的主要股东、相关证券公司等法定的先行赔付主体是否有意愿主动委托投资者保护机构实施先行赔付具有很大的不确定性,从而导致基于自愿的先行赔付制度面临形同虚设的尴尬境地。通过制度设计赋予投保基金公司先行赔付主体的地位和职责,可以有效避免激励约束机制不足的问题,确保先行赔付制度的生命力。而这正是投保基金先行赔付的必要性基础。

第一,公共机构的参与可以弥补市场主体先行赔付动力不足。发行人的主要股东、相关证券公司等市场主体具有较强的私益导向和自利动机,在其被法院判令应承担民事赔偿责任之前,其先行出资补偿投资者并无充分的动力。^{③③}虽然监管部门隐性权威的约束、获取声誉资本以及减轻行政处罚的激励可能对其形成先行赔付意愿产生积极影响,^{③④}但这种非正规的激励约束并不稳定。当公共机构作为先行赔付主体,公益性目标将对其实施先行赔付形成有效激励。投保基金公司的公共性和投资者保护立场契合了公益性目标,在制度明确先行赔付主体职能的约束下,能够很好地弥补市场主体动机不足的弊端。由于不以营利为目的,投保基金公司的“非分配约束”(non-distribution constraint)能够使其免于逐利动机和机会主义行为的困扰,也更能得到公众投资者的信任。^{③⑤}

第二,常态化先行赔付可以解决个案实践的不可持续。自“万福生科案”开先行赔付先河以来,我国仅有三例先行赔付实践。事实上我国证券市场上违法行为时有发生,“五洋债案”“康美药业案”等并非不可适用先行赔付,但最终依然是由法院判决处理。虽然这其中有相关责任主体难以与投资者达成协议的原因,但也反映了我国先行赔付个案实践的示范意义大于实际意义,会因其非强制性而不具备可持续性。^{③⑥}成为法定的先行赔付主体后,投保基金公司对投资者先行赔付可以成为常态,先行赔付制度也将得到更广泛的应用,受损投资者的权益也将得到更及时的救济。

第三,投保基金对专项补偿基金具备高度可替代性。现有先行赔付机制下,投保基金公司同时管理专项补偿基金和投资者保护基金。表面上看,这两种基金管理行为有着本质区别:前者基于委托关系,管理内容限于委托授权,后者则基于法定的信托关系,管理内容限于法定用途。^{③⑦}然而实际上,二者之间的差异并非判若云泥。首先,两种基金赔付方案的基础均为和解协议。先行赔付方案是基金出资人与适格投资者之间的和解协

^{③②} 参见肖宇、黄辉:《证券市场先行赔付:法理辨析与制度构建》,载《法学》2019年第8期,第165页。

^{③③} 参见蔡伟:《〈新〈证券法〉〉投资者保护机制实施的“中国问题”》,载《地方立法研究》2021年第4期,第5页。

^{③④} 参见刘笑:《注册制背景下保荐机构市场监督约束机制的重构》,载《湖北经济学院学报(人文社会科学版)》2022年第1期,第105页。

^{③⑤} See Henry B. Hansmann, *The Role of Nonprofit Enterprise*, Yale Law Journal, Vol.89:5, p.835 (1980).

^{③⑥} 朱晓婷:《对〈证券法〉先行赔付制度改良路径的解析》,载《财经理论与实践》2022年第2期,第154页。

^{③⑦} 参见叶林、王琦:《证券投资者保护基金的法律性质——兼论“赔偿基金制度”》,载郭文英主编:《投资者》(第1辑),法律出版社2018年版,第34页。

议,而动用投保基金处置证券公司风险同样是基于证券公司与债权人之间的和解协议。其次,两种基金完成赔付后均可进行追偿。先行赔付专项补偿基金出资人对其他责任人可就超出自身责任份额承担的赔偿数额进行追偿,投保基金公司则有权参与证券公司清算并获得受偿。最后,两种基金的赔付流程和资金划拨均由投保基金公司管理。当投保基金公司成为先行赔付主体,投保基金公司便是专项补偿基金出资人,按照现有先行赔付机制基于出资人委托所作的管理行为也就与信托无异了。

第四,现行制度存在投保基金先行赔付的制度空间。从《证券法》第93条的文义来看,“发行人的控股股东、实际控制人、相关的证券公司可以委托投资者保护机构,就赔偿事宜与受到损失的投资者达成协议,予以先行赔付”之规定并未明确该项“委托”是“委托支付”还是“委托赔付”,即究竟是由前述主体出资形成赔付基金并由投保基金公司办理资金划拨,还是前述主体委托投保基金公司出资并予以赔付,其实在法律原文中并未明确。在某种意义上讲,关于先行赔付一定是发行人的主要股东和相关证券公司出资,这一认识可能只是现有三个实践案例所导致的思维定势和路径依赖,其实《证券法》已为投保基金先行赔付留下制度空间,《证券投资者保护基金管理办法》是唯一障碍。

三、投资者保护基金先行赔付的制度基础

(一) 从“承诺义务”到“法定义务”的转向

先行赔付未改变证券民事责任之构成,仅是对责任承担方式所作的特别安排。^{③⑧}在我国首例先行赔付中,平安证券作为万福生科的保荐人主动出资先行赔付,是在证券监管部门的“窗口指导”下完成的自发探索,先行赔付的义务来源于赔付主体的自主承诺而非法律规定。鉴于先行赔付取得了良好效果,2015年中国证监会要求保荐机构在招股说明书中明确作出欺诈发行的先行赔付承诺。这一规定虽然对保荐机构作出先行赔付承诺进行了“准强制性”的规定,但并未突破先行赔付应基于赔付主体承诺这一基本前提,即保荐人在招股说明书中载明的先行赔付承诺仍为其“单方允诺”。^{③⑨}在并无上位法依据的情况下,径由监管规则强行要求保荐人作出先行赔付承诺也存在诸多争议。^{④⑩}即便是2019年《证券法》修订时也只是规定发行人的主要股东和相关证券公司“可以”先行赔付,并未将先行赔付投资者损失设为强制性义务。因此在制度本质上,先行赔付仍然是赔付主体自愿性的单方承诺义务。

然而在实践中,先行赔付承诺事实上已演变为一种不均衡分配的“准强制性义

^{③⑧} 参见前注^{③②},肖宇、黄辉文,第164页。

^{③⑨} 参见前注^{④①},巩海滨、王旭文,第149页。

^{④⑩} 例如郭雳教授指出,在《证券法》《首次公开发行股票并上市管理办法》等法律和规章并未将保荐人先行赔付承诺作为新股发行条件,监管部门以行政力量强制保荐人承担先行赔付责任,突破自愿性基础似不妥当。参见郭雳、谭思瑶:《保荐人先行赔付制度与中国探索》,载前注^{④⑦},郭文英主编书,第103页。

务”。《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第1号——招股说明书》规定保荐机构的先行赔付承诺是招股说明书中必须记载的事项。虽然理论上保荐机构仍有选择是否作出承诺的权利和自由,但如果不作出承诺则意味着其出具的文件不会被监管部门接受从而无法开展业务,^⑪因此先行赔付承诺成为保荐机构的准强制性义务。然而这种准强制性义务并非适用于所有主体和场景,而是呈现出一种不均衡分配的状态:只有保荐机构才受此约束,监管规则并未要求发行人及其主要股东、其他证券服务机构必须在招股说明书中作出先行赔付承诺;只有欺诈发行场景方适用,招股说明书中的先行赔付承诺仅及于发行环节,而一般虚假陈述和其他重大违法行为无法适用招股说明书中的单方允诺。作出先行赔付承诺的准强制性义务的不均衡分配,实际上对作为保荐机构的证券公司过度苛责,并未充分考虑利益均衡,同时也未能实现对因其他证券侵权行为受损投资者的平等保护。

从务实的角度回应实践,通过修改《证券投资者保护基金管理办法》,将保荐机构的准强制性义务转化成投保基金公司的法定义务,由投保基金公司承担先行赔付责任,不失为一种合理的选择。首先,这能够解决监管规则强行要求保荐机构作出先行赔付承诺的市场质疑和效力瑕疵。具有公益目标的投保基金承担先行赔付责任,不涉及行政权力对市场行为的过度干预,能够有效解决合理性问题。其次,这样能够解决仅强制保荐机构作出先行赔付承诺导致的利益失衡。证券公司只是证券市场主体之一,且在证券违法行为中并非主导角色,无视发行人、主要股东和其他中介机构而只对作为保荐机构的证券公司作此强制,是对后者的过度苛责。作为公共机构的投保基金先行赔付,能够有效实现利益的平衡。

(二) 从“民事和解”到“公共补偿”的拓展

先行赔付的基础是专项补偿基金出资人与适格投资者之间达成的民事和解协议,它是一种受到广泛认可的以解决争议为目的的合同。^⑫民事和解以争议双方的民事合意实现债法上的法律关系调整,在确认和变更现存法律关系的同时形成可供执行的依据,从而使纠纷处理免于繁杂冗长的案件事实证明与法律适用辩论。^⑬先行赔付中,基金出资人与适格投资者之间达成和解协议,其法律效果是将二者之间尚未确定的证券侵权之债转换成和解协议中确定的合同之债。^⑭由此证券投资者极为便利地享有了专项补偿基金中的相应份额权益,只待投资者保护机构如期办理资金划拨,投资者因证券违法行为所遭受的损失便得以弥补。这与投资者保护基金在进行证券公司风险处置时,利用和解回购投资者债权的实践颇为相似。^⑮

^⑪ 参见杨城:《论我国虚假陈述民事责任主体的困境与创新》,载《证券市场导报》2017年第7期,第75页。

^⑫ 参见王利明:《论和解协议》,载《政治与法律》2014年第1期,第49页。

^⑬ 参见赵秀举:《论民事和解协议的纠纷解决机制》,载《现代法学》2017年第1期,第132页。

^⑭ 参见前注^⑫,肖宇、黄辉文,第165页。

^⑮ 参见洪艳蓉:《证券投资者保护基金的功能与运作机制——基于比较法的制度完善》,载《河北法学》2007年第3期,第93页。

然而先行赔付中的民事和解存在着两方面的问题:第一,先行赔付民事和解协议的订立须以基金出资人和适格投资者的合意为基础,然而合意能否达成以及合意内容如何都具有较大的不确定性,而且在此过程中投资者通常处于极度的弱势地位。投保基金公司作为投资者保护机构通常会参与协调和调解,但并不能发挥决定性的主导作用。与其如此,把先行赔付主体的地位让渡给投保基金公司,由其客观中立地直接与投资者形成合意,将节省大量的制度运行成本。第二,先行赔付民事和解协议属于诉讼外和解,其效力和强制执行力都弱于诉讼和解,容易导致赔付效果的不稳定。诉讼外和解作为纯粹的“民法上和解”,未经法院制作调解书等程序,通常仅有实体法上的效果而不具备程序上的强制力。^{④6}先行赔付中的当事人有可能接受和解协议后又反悔,或者受偿后的投资者又以同一侵权事实向法院另提诉讼,这会将各方卷入复杂且持久的诉讼程序之中,背离先行赔付制度便捷高效的宗旨。而具备客观中立地位的投保基金公司作为先行赔付主体与投资者达成和解,则会最大限度地确保民事和解的稳定性。

同时,承担先行赔付责任并非真正意义上的民事“赔偿”,而是某种意义上的“代偿”。先行赔付的制度目标是实现受损投资者的及时高效救济,以迅速解决纠纷并充分保护投资者。先行赔付的完成不代表民事赔偿关系的终止,而是将民事赔偿责任由先行赔付主体概括承担,嗣后向实际责任主体追偿。先行赔付主体出资赔付后,当然地获得对实际责任主体的债权,这种债权完全可以通过协商、调解或诉讼等多种方式实现。因此投保基金公司作为先行赔付主体对适格投资者完成赔付后,完全有权利和能力收回先行赔付的资金。即便是最为极端的情况下,实际责任主体和全部连带责任人资产不足以保证先行赔付资金收回,也可以将这种资金损失作为对投资者的“公共补偿”。

公共补偿并非传统意义上的行政补偿,^{④7}而是一种在违法行为人难以及时实现对受害人的损害填补时,公共机构利用公共资源代为补偿受害人的手段。美国公平基金制度是证券市场公共补偿的重要经验,其核心是证券执法机构将从违法行为人处获得的不当得利以及民事罚金分配给投资者填补其损失。^{④8}美国2002年颁布的《萨班斯—奥克斯利法案》正式确立了证券欺诈执法公平基金制度,可将向证券违法行为人追讨的违法所得、民事罚金以及和解金合并设立一个基金,分配给在证券欺诈案中遭受损失的投资者。2006年,SEC制定了《公平基金与吐赃计划及其实施规则》,^{④9}详细规定了具体证券欺诈案件中公平基金的启动、听证、异议、暂停、支付、吐赃计划等规则。区别于美国公平基金以个案罚没资金用于补偿投资者,英国的金融服务补偿计划(FSCS)、我国台湾地区的证券投资人保护基金、我国香港地区投资者赔偿基金等,都是利用公共机构筹集的资金

^{④6} 参见贺剑:《诉讼外和解的实体法基础——评最高人民法院指导案例2号》,载《法学》2013年第3期,第143页。

^{④7} 行政补偿是国家对公民、法人和其他组织因行政机关及行政机关工作人员合法行使职权行为或因公共利益需要致其合法权益受到损害而给予补偿的法律救济制度。参见姜明安:《行政补偿制度研究》,载《法学杂志》2001年第5期,第14页。

^{④8} 参见郭雳:《证券执法中的公共补偿——美国公平基金制度的探析与借鉴》,载《清华法学》2018年第6期,第72页。

^{④9} See SEC, Rules of Practice and Rules on Fair Fund and Disgorgement Plans, 17 C.F.R. § 201.1100, et seq.

资源完成对投资者的赔付。^{⑤①}通过这种公共补偿,因证券违法行为受损的投资者可以获得更为及时有效的救济。

(三)“公私协同”与“民事责任优先”的统一

证券违法行为通常会同时涉及民事、行政甚至刑事责任,由此带来投资者主张侵权损害赔偿的私人执行和国家机关的公共执行。^{⑤②}由于我国证券执法中存在“先行(刑)后民”的问题,^{⑤③}先行赔付通常又在行政处罚决定作出之后才由责任人委托进行。相关责任人案发时已然面临大额行政罚款压力,再主动“自掏腰包”先行赔付的意愿和能力自然受挫。随着我国证券监管改革的推进,以证券行政和解为代表的监管制度创新反映了证券执法公共执行开始更多地与私人执行协同联动,充分考虑民事责任的落实。这体现了行政执行与民事执行之间基于权衡私益与公益而实现的协调和衔接。^{⑤④}《民法典》第187条和《证券法》第220条规定了民事责任优先的原则,将投资者获得民事赔偿的私人利益置于优位。以上实践能为投保基金先行赔付提供更为有力的制度支撑。

第一,证券行政和解制度和投保基金管理和解金的特殊地位能为投保基金先行赔付提供充分便利。证券行政和解制度能够很好地协调证券监管执法和投资者损失救济,是投资者保护“公私协同”的集中体现。^{⑤⑤}2015年3月,中国证监会《行政和解试点实施办法》和《行政和解金管理暂行办法》正式实施,标志着我国证券行政和解制度正式确立。^{⑤⑥}在证券行政和解制度中,行政和解金的缴纳和使用是关键环节。根据规定,行政和解金由投保基金公司进行专户管理,专案专用,补偿特定案件的投资者。投保基金公司在收到行政相对人缴纳的行政和解金后制定行政和解金补偿方案,报中国证监会备案。随后,投保基金公司接受适格投资者申请,依据行政和解金补偿方案以及具体操作规程向受损投资者分配补偿。根据这一制度安排,投保基金公司可以将行政和解金管理与先行赔付有机结合起来,一方面能够借助行政和解推动先行赔付的实施,另一方面可以利用行政和解金作为先行赔付的资金来源。

第二,民事责任优先能为投保基金先行赔付后的追偿提供有力保障。证券违法主体在依法承担民事赔偿责任时,也会面临高额的行政罚没责任,并且后者往往先于前者承担。^{⑤⑦}因此当投保基金先行赔付后向最终责任主体追偿时,可能会存在相关主体因缴纳罚没款而财产不足,从而导致先行赔付资金无法收回的困境。而民事责任优先的原则

^{⑤①} 参见刘裕辉、沈梁军:《境内外证券市场投资者赔偿补偿机制比较研究》,载《证券市场导报》2017年第8期,第14页。

^{⑤②} 参见李海龙:《证券虚假陈述民事赔偿诉讼前置程序研究——公共执行与私人执行关系变迁的考察视角》,载《中国政法大学学报》2021年第2期,第148页。

^{⑤③} 参见中国社会科学院课题组:《证券法律责任制度完善研究》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第10卷),法律出版社2014年版,第481页。

^{⑤④} 参见杨解君:《论利益权衡下的行政执行与民事执行衔接》,载《中国法学》2007年第1期,第50页。

^{⑤⑤} 参见席涛:《证券行政和解制度分析》,载《比较法研究》2020年第3期,第117页。

^{⑤⑥} 2022年1月,《行政和解试点实施办法》和《行政和解金管理暂行办法》分别被《证券期货行政执法当事人承诺制度实施办法》和《证券期货行政执法当事人承诺金管理办法》废止和取代,新规以“当事人承诺”的概念取代了“行政和解”,但制度实质其实并无二致。出于理论探讨的连贯性,本文依然沿用“行政和解”的概念。

^{⑤⑦} 参见陈洁:《证券民事赔偿制度的法律经济分析》,中国法制出版社2004年版,第12页。

和规定将有效解决这一担忧,充分保障投保基金追偿权的实现。^{⑤7}2022年7月,中国证监会和财政部出台了《关于证券违法行为人财产优先用于承担民事赔偿责任有关事项的规定》,明确了当违法行为人缴纳罚没款后剩余财产不足以承担民事赔偿责任的,投资者可以申请将已缴纳的行政罚没款作退库处理。这一规定充分体现了“国不与民争利”的核心理念,也为投保基金先行赔付解决了后顾之忧。

四、投资者保护基金先行赔付的制度重构

探索投资者保护基金先行赔付的机制和制度,并非简单修改《证券投资基金管理办法》增加投保基金法定用途便能实现,而是有赖于以先行赔付操作性和持续性的需求为基础,围绕投保基金作为先行赔付主体进行系统性的顶层设计与制度重构。在此过程中,需要妥善平衡合理赔付投资者与维持投保基金规模之间的关系,既要考虑对投资者的有效保护和公平补偿,又要考虑投保基金的偿付能力,从而最大限度确保投资者保护基金制度与先行赔付制度的有机融合。

(一) 明确投保基金先行赔付的适用条件

在现有制度下,投保基金公司作为先行赔付主体仍然存在法律障碍,必须在源头上予以突破从而具备制度上的可能。同时,投保基金先行赔付并不意味着所有证券侵权案件都能无差别地由投保基金先行赔付,否则既有可能因为案件的集中暴发对投保基金流动性和偿付能力产生冲击,也有可能造成投资者的“搭便车”效应而导致证券诉讼机制的虚置。因此,在赋予投保基金公司先行赔付主体地位的基础上,合理界定先行赔付程序的启动方式和前提条件,将投保基金先行赔付的场景限定在适当范围内殊为必要。

第一,明确投保基金公司先行赔付主体的法律地位。先行赔付的自愿性以及《证券法》第93条留下的制度空间实际上并不妨碍投保基金公司主动作出先行赔付。但由于投保基金公司是国务院设立的非营利性国有独资公司,有其特定的政策目标和功能定位,在未有国务院授权并修改公司章程之前,其并不能像普通市场主体那样自行决定先行赔付。同时,投保基金并非投保基金公司资产,而是具备独立性的信托财产,作为基金管理人的投保基金公司使用投保基金须符合信托目的,即按规定用途使用基金。因此使用投保基金先行赔付需要突破《证券投资基金管理办法》中的现有规定,将基金用途拓展至按规定对证券侵权受损投资者予以先行赔付。

第二,明确投保基金先行赔付程序的启动方式。通常来看,程序启动方式有两种,即依职权或依申请。就前者而言,虽然投保基金公司被赋予先行赔付职能,但若要求其依职权启动先行赔付程序,将导致先行赔付成为投保基金公司的一项强制义务。这一方面会突破先行赔付的任意性并在事实上造成投保基金为投资者损失强行兜底,另一方面也

^{⑤7} 参见黄辉等:《证券侵权民事赔偿责任优先的法理逻辑与实践路径》,载郭文英主编:《投资者》(第6辑),法律出版社2019年版,第51页。

要求投保基金公司主动发现证券侵权纠纷并推动先行赔付事宜,既不经济也不现实。而采用依申请方式启动投保基金先行赔付,由投资者或赔偿责任人向投保基金公司提出先行赔付申请,投保基金公司根据实际情况和标准决定是否使用投保基金先行赔付,不仅能够充分体现和尊重市场主体的真实意愿,避免过度“父爱主义”扭曲市场机制,^⑧而且能够保证投保基金先行赔付机制的灵活可控。

第三,明确投保基金先行赔付的前提条件。投保基金先行赔付程序的启动需要综合考虑先行赔付的必要性、可行性和顺利追偿的现实性,因此有必要明确投保基金公司收到先行赔付申请后的审查标准,合理限定投保基金先行赔付的适用场景和前提,从而避免投保基金在证券侵权先行赔付中的过度使用。可以就投保基金先行赔付设置以下条件:(1)民事赔偿责任相对确定,即导致民事赔偿责任的证券侵权行为已经行政处罚予以确认,或经行政和解程序由行为人认可,并不存在重大违法行为认定和民事责任承担的不确定性。(2)投资者尚未就民事赔偿取得生效判决或与责任人达成协议,即在申请之前投资者并无获得赔偿的现实途径。如已有法院生效判决或与责任人的和解协议,自无寻求投保基金先行赔付之必要。(3)有确定的适格投资者,即根据证券侵权民事赔偿标准,先行赔付的对象和赔偿的数额可以确定。如果适格投资者不特定,将导致先行赔付方案难以制定,也无法实现投资者的公平受偿。适格投资者数量可确定也是美国公平基金设立的基本条件之一。^⑨(4)赔付总额未超出投保基金负担能力,即投保基金可用于先行赔付的资金余额足以覆盖该案件中的赔付总额。由于投保基金还需要承担处置证券公司风险的职责,必须维持基金规模的充实,不能倾其所有全部用于先行赔付投资者,因此根据基金存量规模、每年筹资资金情况和赔付资金收回情况合理预算先行赔付额度是一种务实方案。当年额度用尽后,投保基金可暂停先行赔付,投资者可以通过责任主体先行赔付或直接起诉获得赔偿。

(二) 完善先行赔付资金管理机制

资金的充足和可持续,是投保基金先行赔付的根本保障。合理设计先行赔付资金管理机制,是构建投保基金先行赔付制度的关键环节。资金管理机制的完善一方面需要考虑完成先行赔付的能力,另一方面还要考虑处置证券公司风险功能的保障。因此,有必要坚持开源节流的原则,探索先行赔付资金的来源多样化,并将投保基金中的先行赔付资金和风险处置资金进行适度隔离,以确保投保基金安全稳健和效用最大化的统一。

第一,拓宽先行赔付资金来源。一旦投保基金先行赔付制度得以建立,投保基金将面临常态化的先行赔付需要。多元化的赔付资金来源,能够在很大程度上减轻投保基金的资金压力。从现有理论探讨和制度经验来看,投保基金先行赔付的资金可以拓展至以下来源:(1)投保基金财产。利用投保基金财产赔付投资者,是投保基金先行赔付的题

^⑧ 参见李安安:《债券市场风险防范机制的范式转型及其法律回应》,载《华中科技大学学报(社会科学版)》2019年第1期,第104页。

^⑨ 参见杨文尧天、何海锋:《投资者公平基金的制度功能与运作机制》,载郭锋主编:《金融服务法评论》(第10卷),中国法制出版社2019年版,第440页。

中之意,因此投保基金财产是先行赔付资金的当然来源,通过修改《证券投资者保护基金管理办法》增加该项用途即可实现。当然,投保基金不可能全部用于先行赔付,因此可以设置资金红线,将投保基金用于先行赔付的规模限定在当年筹集资金的一定比例之内。(2) 行政罚没。将证券执法的行政罚没收入划转至投保基金的探讨一直不绝,^{⑥0}因证券违法行为而收缴的行政罚没财产用于补偿投资者,也符合“取之于市场用之于市场”和“国不与民争利”的理念。实践中也有美国公平基金将没收的违法所得和民事罚金作为补偿投资者的主要资金来源。^{⑥1}目前我国已有行政罚没优先用于民事责任承担的规定,该规定意味着行政罚没只是民事赔偿的补充来源,并非能直接提供给投保基金先行赔付。同时,行政罚没直接划入投保基金用于先行赔付,需要突破预算管理规定与“收支两条线”的国库规则,^{⑥2}有赖于更加系统的顶层设计。^{⑥3}(3) 行政和解金。根据现有行政和解制度,行政和解金由投保基金公司专户管理并用于补偿特定案件投资者,剩余部分上缴国库。^{⑥4}这为行政和解金纳入投保基金先行赔付资金提供了有利的先天条件。虽然使用行政和解金补偿投资者与先行赔付补偿投资者的法律关系并不相同,但在事实上行政和解金数额的确定已考虑投资者的损失,且已通过行政和解金补偿程序获得补偿的投资者也不能再行请求民事赔偿。^{⑥5}两种补偿方式的差异只在于是否补偿在先并需要追偿,将两者打通并将行政和解金纳入投保基金先行赔付资金并无不可。(4) 借款。政府或银行借款是各国投资者保护基金的一项重要筹资渠道。^{⑥6}例如我国投保基金在资金不足时,可以向人民银行申请再贷款。当投保基金在先行赔付时资金仍然不足的,可向商业银行贷款或向政府借款应急。同时,投保基金也可以直接向财政借款。实践中,我国香港地区《证券及期货条例》允许其证监会在财政司长同意后为赔偿基金的目的借入款项补偿投资者。美国1970年《证券投资者保护法》也允许在证券投资者保护公司(SIPC)急需时向财政部申请上限为10亿美元的政府借款,金融危机后,《多德—弗兰克法案》将这一额度提高至25亿美元。

第二,优化先行赔付资金管理模式。管理投资者保护基金的先行赔付资金有两种可选模式:一种是专项基金模式,即针对特定案件单设账户专款专用,类似于美国公平基金以及我国先行赔付现有实践中的利益补偿专项基金;另一种是资金池模式,即以投保基金全部资金统一处理所有先行赔付案件,类似于英国金融服务补偿计划和我国香港地区投资者赔偿基金。投保基金本身便是一个资金池,资金池模式能够很大程度解决特定案

⑥0 参见徐强胜:《论我国证券投资补偿基金制度的构建》,载《法商研究》2016年第1期,第19页。

⑥1 参见张子学:《虚假陈述案件中民事司法与行政执法的协调衔接》,载《证券市场导报》2019年第4期,第74页。

⑥2 参见前注④8,郭雳文,第74页。

⑥3 有学者建议短期内可以通过“暂缓入库”或“财政回拨”制度按照相应标准和程序在个案中赔偿投资者,长期可以通过制度设计将行政罚没和刑事罚金划入投资者保护基金。参见席涛:《〈证券法〉的市场与监管分析》,载《政法论坛》2019年第2期,第127页。

⑥4 参见肖宇:《证券行政和解金的确立与分配规则探析》,载《暨南学报》2015年第6期,第104页。

⑥5 参见《证券期货行政执法当事人承诺制度实施办法》第18条。

⑥6 参见中国证券投资者保护基金有限责任公司:《证券投资者保护研究》(上册),中国金融出版社2020年版,第146页。

件先行赔付中资金不足的问题,也有助于剩余资金的统一归集,但考虑到以下两方面问题,笔者倾向于采用专项基金模式。一方面,现有实践中的专项补偿基金已经取得了良好的实践经验和效果,而且在此模式下赔付资金筹集和划拨更为清晰,也更便于先行赔付的效果评估;另一方面,专项基金能够实现先行赔付资金和风险处置资金的隔离,避免因资金混同导致投保基金初始功能被先行赔付所侵蚀。至于专项基金的设置,可以借鉴已有经验,由投保基金出资、行政罚没和行政和解金划转共同组成,由投保基金公司进行专户管理。

(三) 规范先行赔付的赔付标准

投保基金先行赔付是并无民事责任的投资者保护机构基于保护投资者的立场和动机对投资者所作的公共补偿,与责任主体先行赔付在赔付主体和赔付理念上均具有明显的差异,不能简单地将投保基金先行赔付理解为在先行赔付程序中投保基金对发行人主要股东或证券公司角色的简单替代。如果说责任主体先行赔付更多的是实现替代性纠纷解决,投保基金先行赔付则更加强调投资者保护。因此,投保基金先行赔付机制应该基于其特殊立场和制度目标合理构建赔付标准。

第一,赔付对象应当限定为公众中小投资者。现有先行赔付实践的实质是责任主体与投资者之间达成的和解,因而赔付对象自然面向所有适格投资者。但在投保基金先行赔付中,由于投保基金之目的在于保护处于弱势地位的中小投资者,所以在适格投资者身份识别时必须附载“除外条款”,剔除处于强势地位的机构投资者与具有利害关系的投资者。^{⑥7}参考我国香港地区证券投资者赔偿基金的实践,机构投资者和关系投资者都被排除在投保基金保护范围之外。^{⑥8}因为,机构投资者往往投资规模可观因而损失也相应更大,若机构投资者与中小投资者基于同等标准获赔,不仅将消耗投保基金大量资金,中小投资者利益也将在机构投资者的挤压下更难于得到有效弥补。此外,机构投资者往往比个人投资者更具专业性和信息优势,^{⑥9}自身也更有能力及时获得赔偿而无需倚赖公共机构的保护,即便其未能获得投保基金的先行赔付,也可以自行与责任主体协商或提起诉讼。而与责任主体存在利害关系的关系投资者,如发行人的主要股东、董监高及其关系人,相比于普通的公众中小投资者也更有能力和机会获得赔偿。虽然有学者认为上述两类投资者同样参照上市公司披露信息,并未占据明显信息优势,且相关司法解释以及虚假陈述审判实践中也未作此区分,先行赔付并不宜予以排除。^{⑦0}但这种观点只是针对常规意义上的责任主体先行赔付,并不适用于投保基金先行赔付的场景。

^{⑥7} 参见黎四奇:《对我国证券投资者保护基金制度之检讨与反思》,载《现代法学》2008年第1期,第161页。

^{⑥8} 我国香港地区《证券及期货(投资者赔偿—申索)规则》第2条明确规定下列9类主体不属于可向投资者赔偿基金提出申索的投资者:(1)持牌法团;(2)认可金融机构;(3)认可交易所、认可控制人或认可结算所;(4)获认可的自动化交易服务提供者;(5)获授权的保险人;(6)获认可集体投资计划的经理人或经办人;(7)身为法团的违责中介人的雇员或相联者;(8)特区政府或海外政府;(9)上述法团的受托人或保管人。参见唐士亚:《香港证券投资者保护机制发展动向及其经验启示》,载《亚太经济》2018年第1期,第141页。

^{⑥9} 参见段丙华:《先行赔付证券投资者的法律逻辑及其制度实现》,载《证券市场导报》2017年第8期,第10页。

^{⑦0} 参见前注①,郭锋等书,第514页。

第二,赔付案件类型应当与司法实践同步。在现有证券法律制度框架内,包括虚假陈述、内幕交易、操纵市场在内的证券违法行为只要导致投资者损失的,都会产生违法主体的民事赔偿责任。先行赔付同样适用于内幕交易和操纵市场等案件的民事赔偿基本上是学界共识。^①《证券法》第93条确认先行赔付制度时,也将案件类型界定为欺诈发行、虚假陈述和其他重大违法行为,从文义和体系进行解释,其他重大违法行为自然包括了内幕交易和操纵市场。但由于证券侵权民事赔偿中因果关系和损害结果计算非常复杂,当前司法实践中仅虚假陈述有较为成熟的裁判规则和经验,内幕交易和操纵市场中对公众投资者的民事赔偿并无实质突破。鉴于民事赔偿责任相对确定是投保基金先行赔付的前提条件,在当前内幕交易和操纵市场中的赔偿责任难以获得司法判决的情况下,投保基金先行赔付这类案件中受损投资者既无法合理制定赔付方案,又难以实现有效追偿。因此,笔者建议投保基金先行赔付机制应该循序渐进地探索,根据司法实践的进展适时地开展内幕交易和操纵市场案件的先行赔付。

第三,赔付金额应当设定合理的限额。现有实践中的先行赔付标准一般优于司法标准,在损失补偿计算时体现了“充分补偿”的理念,^②例如“欣泰电气案”中,兴业证券在减半扣除系统风险后,还按投资者实际亏损额的60%予以保底赔付。与责任主体先行赔付所遵循的“充分补偿”原则不同,投保基金先行赔付应体现“限额补偿”原则,即在制定赔付方案时针对单一投资者设定最高赔付限额和赔付比例。这种限额补偿既能减轻投保基金赔付压力,保障投保基金先行赔付的长效可持续,同时也能避免充分补偿所带来的道德风险。^③限额补偿可以从域外投资者保护基金的赔付标准中寻找经验依据。例如英国金融服务补偿计划的最高赔偿限额为4.8万英镑,其中3万英镑内的全部赔付,再赔付额外2万英镑内的90%。我国台湾地区证券投资人保护基金对每家经纪商每一证券投资人一次补助金额以新台币100万元为上限,对每家证券经纪商全体证券投资人一次补助金额总数以新台币1亿元为上限。我国香港地区证券投资者赔偿基金支付单个申索人的赔偿总额不超过15万美元。^④虽然这种限额补偿的标准可能会引发对于投保基金先行赔付效果的质疑,以及对投资者可能仍需寻求与责任主体和解或诉讼的方式实现完全救济的担忧,但在制度运行中,限额补偿是考虑保障更大范围普遍性先行赔付的现实选择。

(四) 保障先行赔付后的追偿机制

先行赔付以“先偿后追”的方式实现赔付主体的资金收回,“先偿后追”在责任主体先行赔付中体现的是连带责任主体之间的责任再分配,在投保基金先行赔付中则是投保基金代替责任主体赔付后取得代位求偿权。代位求偿权的实质是民法上的债权转移,

^① 参见前注^④,郭雳文,第76页。

^② 参见汤欣、杨祥:《虚假陈述损害赔偿的最新实践及法理检视——以万福生科与海联讯补偿方案为例》,载《证券市场导报》2015年第3期,第65页。

^③ 参见叶林:《证券投保基金制度的完善》,载《广东社会科学》2009年第1期,第199页。

^④ 参见前注^②,张东昌文,第70页。

其功能主要是防止双重赔付、避免损害赔偿责任人逃脱责任。^{⑦⑤}追偿的顺利实现对投保基金先行赔付机制的可持续性有重要影响,然而享有追偿权并不意味着一定能实现。^{⑦⑥}为保障追偿的顺利实现,可以从以下两个方面完善相关制度:

第一,完善投保基金公司与管理人的沟通参与机制。在现有责任主体先行赔付实践中,投保基金公司是作为基金管理人与基金出资人和投资者进行沟通,以中立客观的原则推动赔付方案制定与和解协议的签署。但在投保基金先行赔付中,投保基金公司则同时具备出资人和管理人的双重身份,自无再与出资人沟通之必要。但由于投保基金先行赔付后需要向责任主体追偿,若责任主体对先行赔付方案能够给予足够的理解和认可,则追偿无需以诉讼为必要,通过和解即可实现。因此,投保基金公司在先行赔付时,应当与证券侵权民事责任主体保持充分的沟通,听取其就民事赔偿责任构成、适格投资者认定、损失金额计算、系统风险扣除等方面的意见,保证其在先行赔付方案制定中的有效参与。通过这种沟通参与机制,尽可能争取最终责任主体对先行赔付方案的认同,避免追偿过程中的异议与障碍,从而实现先行赔付资金的有效收回。

第二,探索投保基金公司追偿权在破产程序中的优先地位。通常情况下,经责任主体认可或法院判决后,投保基金公司的追偿权都能得到实现。但如果相关责任主体的资产不足以承担赔偿责任,甚至因资不抵债而进入破产程序时,投保基金公司的追偿权有可能因此而大打折扣乃至落空。因为投保基金公司追偿时基于和解或判决对责任主体取得的债权属于待执行的普通债权,在责任主体破产后债的履行从执行程序转入破产清算程序,与其他普通债权平等劣后清偿。^{⑦⑦}但事实上,破产法学界已经在讨论大规模侵权之债在破产清偿中的优先顺位。^{⑦⑧}作为投保基金公司追偿依据的代位求偿权,源于广大的公众投资者,与破产清算中处于优先顺位的职工工资和补偿金都具有弱势群体倾斜保护的色彩,而投保基金公司基于公益目标作先行赔付以及其自身公共性,也使得投保基金先行赔付资金具有社保费用和税款类似的公共利益属性。因此,赋予投保基金公司追偿权在破产程序中相对于普通债权的优先性,具备合理的正当性基础。^{⑦⑨}投保基金公司的追偿权能够在破产清算程序中优先实现,可以最大限度避免投保基金因责任主体破产清算而导致资金难以完全收回的风险。

五、结 语

目前以证券公司和发行人主要股东为先行赔付主体的机制设计和制度实践忽略了

^{⑦⑤} 参见温世扬、武亦文:《论保险代位权的法理基础及其适用范围》,载《清华法学》2010年第4期,第31页。

^{⑦⑥} 郭艳芳:《探析证券市场先行赔付主体的确定——以新〈证券法〉第93条为切入点》,载岳彩申、盛学军主编:《经济法论坛》(第24卷),法律出版社2020年版,第78页。

^{⑦⑦} 参见徐阳光:《执行与破产之功能界分与制度衔接》,载《法律适用》2017年第11期,第24页。

^{⑦⑧} 参见韩长印、韩永强:《债权受偿顺位省思——基于破产法的考量》,载《中国社会科学》2010年第4期,第107页。

^{⑦⑨} 参见前注^{⑦⑥},袁康书,第171页。

投保基金公司的应有地位,而投保基金在资金规模和使用效果等方面暴露出来的问题,也反映出投保基金功能定位的弊端。探索由投保基金公司作为先行赔付主体,既是充分发挥投保基金应有功能和公益目标的内在要求,也是盘活投保基金存量、提高资金使用效率的可行选择。立足投保基金公司作为先行赔付主体这一点,优化投保基金在资金来源、资金管理、资金使用等方面的制度设计,将投资者保护基金制度与先行赔付制度有效衔接,并通过对投保基金先行赔付的适用条件、赔付资金管理机制、赔付标准和追偿机制进行系统性重构,能够激活我国投资者保护基金制度的应有功能,更好地承担投资者保护的使命和责任。同时,投保基金先行赔付与责任主体先行赔付相互补充,也能够最大限度地丰富和完善我国证券市场先行赔付制度,推动先行赔付机制的普遍可持续适用,提升我国证券市场的投资者保护水平。

Abstract: In the existing practice of the advance compensation system in the securities market, the role of the investor protection fund has not been brought into full play. Based on the public nature of the investor protection fund and the position of protecting investors, the Investor Protection Fund Company, as the subject of advance compensation, contributes to pay investors, which will help to activate the function and utility of the fund, and at the same time realize the sustainability of the advance compensation system. The construction of the advance compensation mechanism for investor protection funds needs to take into account the maintenance of the fund scale and the fair compensation to investors. The compensation procedures, sources of funds, compensation standards, and recovery mechanisms should be different from those of the responsible subject. By effectively connecting the investor protection fund system with the advance compensation system, and by systematically reconstructing the applicable conditions, the compensation fund management mechanism, the compensation standard, and the recovery guarantee mechanism of the investor protection fund advance compensation, it is possible to realize the orderly coordination and stable operation of the advance compensation system of investor protection funds.

(责任编辑:王莉萍)