

证券市场先行赔付的理论疏解与规则进路

赵吟

(西南政法大学民商法学院, 重庆, 401120)

摘要: 证券市场的先行赔付源于经济实践, 是市场主体在利益平衡中探索出来的纠纷解决机制, 有助于弥补司法行政救济之不足。作为替代性的制度安排, 先行赔付本质上是一种诉讼外的和解, 基于先行赔付人与投资者之间的自愿协商而达成。从已有的三个实例来看, 先行赔付相关规则通过市场主体的认识更新不断形成与改进, 既有值得肯定的做法, 亦有值得商榷的问题。在《证券法》修订草案设立投资者保护专章的背景下, 先行赔付的制度化有赖于公开公平、及时高效、合理适当三项原则的指导, 并需要在主体、对象、资金、程序等多个方面进行具体的规则设计。

关键词: 先行赔付; 证券市场; 投资者权益保护

中图分类号: D913.99

文献标识码: A

文章编号: 1672-3104(2018)03-0025-09

在2017年7月14—15日召开的全国金融工作会议上, 习近平总书记强调, 要把发展直接融资放在重要位置, 形成融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者合法权益得到有效保护的多层次资本市场体系。分层次地解读之, 融资功能完备是动力, 基础制度扎实是前提, 市场监管有效是保障, 而投资者合法权益保护则是目标。作为证券市场不可或缺的组成部分, 投资者是重要的资金供给方, 是市场融资功能发挥的助推者, 亦是多层次资本市场安全稳定发展的平衡器。投资者保护一直以来都是经济金融工作的重中之重, 是资本市场功能完善和制度建设所依赖的持续力量和所指明的前进方向。为了切实保护投资者合法权益, 市场参与者和监管者强力抵制证券发行与交易中突出的欺诈问题, 通过不断的实践逐渐摸索出新的纠纷解决机制, 即证券市场的先行赔付。这不仅符合市场在资源配置中起决定性作用的基本逻辑, 而且适应现代市场经济法治建设的基本要求。

一、证券市场先行赔付的价值溯源

先行赔付并非证券市场中首创的纠纷解决机制。早在2010年《社会保险法》就规定, 在第三人 not 支付

或无法确定第三人的情况下, 由基本医疗保险基金先行支付医疗费用, 由工伤保险基金先行支付工伤医疗费用^①。这无疑为避免个人垫付大量医疗费、保证工伤职工及时得到救治提供了有效的保障机制。2011年修订后的《道路交通安全法》规定, 保险公司在第三者责任强制保险的责任限额范围内先行支付抢救费用, 赔偿有关人身伤亡、财产损失; 若费用超过责任限额, 未参加强制保险或肇事后逃逸的, 由道路交通事故社会救助基金先行垫付^②。这不但使受害方能够及时获得救助, 而且将困难重重的索赔转嫁给具有较强实力的保险公司, 有效平衡各方当事人的权益。此后, 2013年修订的《消费者权益保护法》规定, 网络交易平台提供者在不能提供销售者和服务者相关真实信息的情况下, 应当向消费者承担先行赔付责任^③。此规定是在消费者维权难、维权成本过高的情形下适时而生的, 在一定程度上解决了由电子商务市场特殊性所导致的索赔困境。

不难发现, 无论是作为应急性的措施, 还是作为替代性的机制, 先行赔付均以保护弱势一方为出发点和落脚点, 在兼顾他方能力和权益的基础上, 将原本应由弱势方耗费大量时间和精力完成的赔偿请求, 转由实力相对较强的当事方或第三方通过追偿来实现。尽管可能存在无法追偿的情形, 但基于本身的职责功

收稿日期: 2017-10-12; 修回日期: 2017-11-01

基金项目: 2016年度重庆市教育委员会人文社会科学研究基地项目“公司型私募股权投资基金风险防控研究”(16SKJD07); 2017年度西南政法大学科研青年项目“新三板公司转板上市制度构建研究”(2017XZQN-01)

作者简介: 赵吟(1985—), 女, 浙江杭州人, 法学博士, 西南政法大学民商法学院副教授、公司治理法律问题研究中心研究员, 主要研究方向: 商法学, 联系邮箱: zhaoyin77@126.com

能或先行行为,由先行赔付人承担损失的风险亦在情理之中。毕竟,弱势方没有足够的能力和水平,在初始事件中因信息不对称等屏障处于不利地位,尔后若须进一步承担原本存在的和新发生的不利因素之共同作用的后果,那么极有可能面临根本性的生存问题。如果这类问题仅是个别性的,尚可有针对性地提出解决办法,平息矛盾。但如果这类问题因一时的疏忽呈量化发展,或出现难以阻止或驾驭的系列事件,那么可能通过滑坡效应变得更加糟糕。

在技术性较强的证券市场中,投资者作为弱势方的无助与乏力更为明显^[1]。一方面,投资者本身缺乏足够的专业知识和风险承受能力,尤其是中小投资者,往往没有条件获取充分的信息,只能依靠相对方出具的有关文件或一些网站信息做出投资判断。另一方面,证券的发行人为了以较低的成本在较短的时间内获得足额的融资,通常会直接或变相利用信息优势,根据自身的实际需要调整财务状况、盈利能力等重要信息披露的广度和深度。同样作为投资者,发行人的控股股东或被实际控制人控制的股东与普通投资者的目标有着根本上的差异,事实上站在发行人队列与普通投资者形成利益对抗。此外,保荐人、主承销商等相关证券公司及证券服务机构受潜在巨大利益的驱动,会尽心尽力为发行人服务,甚至不惜触犯法律的底线,以谋取超额的中介服务费用。尽管立法者已经认识到证券市场存在的先天性不足,明令禁止包括欺诈发行、虚假陈述等在内的证券违法行为,并规定严厉的处罚措施,但市场主体总能找到一些法律的缝隙,越过重重规则打擦边球或者直接暗箱操作,企图安全着陆。一旦证券违法行为被揭露,严密的事前监管和事中监管已无力回天,事后监管也只能对违法行为人构成一定的威慑,无法有效弥补投资者的现实损失。投资者仅能以传统诉讼方式维护自身权益,通过提起证券民事赔偿诉讼,请求有关主体承担民事责任。

就现实情况来看,证券投资者的民事救济之路道阻且长。其一,法律层面的《证券法》《公司法》等关于民事责任的规定大多是原则性的,不具有很强的可操作性,并显示出重行轻民的特点,以行政性处罚和处置为主。其二,根据最高人民法院先后于2002年1月和12月通过的《关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》(以下简称《虚假陈述有关通知》)和《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》(以下简称《虚假陈述若干规定》)^④,证券投资者提起虚假陈述民事诉讼以证券监督管理部门、财政部、其他行政机关及有处罚权的机构作出行政处罚或法院作出刑事判决为前

提^②。前置程序的规定虽然能够有助于取证困难的投资者获得有利的诉讼依据,但实质上提高了诉讼门槛,无形中拖延了投资者获取损失赔偿的时间。更为重要的是,违法行为人在接受相应的行政处罚后,应当在规定的时间内缴纳罚没款收归国库。待投资者获得“准许”提起诉讼时,即便是在行政处罚决定做出后的第一时间起诉,违法行为人也完全有可能已经没有足够的财产赔偿投资者的损失,使《证券法》规定的“民事赔偿优先”原则形同虚设^③。其三,《虚假陈述有关通知》明确的民事赔偿案件诉讼方式为单独诉讼或共同诉讼,不宜采用集团诉讼的形式。这对于人数众多且单个受损额不大的证券欺诈类案件来说,无疑又增加一道障碍。势单力薄的投资者可能因此消极对待诉讼,面对高昂的诉讼成本,没有足够的动力提起诉讼。即使有诉讼代表人制度作为支撑,代表诉讼的方式也会因信息沟通不畅、受害者人数过多等因素存在操作上的困难^[3]。其四,在满足前置程序及诉讼形式要求后,证券投资者获得损害赔偿也并非轻而易举。据2013年11月至2016年9月的判决数据统计,投资者在一审中获得赔偿的大约占比30%,在二审中获得赔偿的占比只有3.41%,而且投资者获赔的数额也较低,与美国证券市场集团诉讼模式下的损害赔偿数额形成鲜明对比^[4]。

投资者通过民事诉讼途径维护自身权益的意愿在种种主观和客观因素的作用下变得非常薄弱,真正提起诉讼的人数仅占投资者总数极小的比例。即便投资者积极提起或声明参与诉讼,经过较长时间的审理,最后的判决结果也差强人意,不仅不能足额补偿投资者遭受的投资损失及期间的资金价值,而且会大大降低投资者对证券市场的信心。所以,与其让分散的投资者个体地借助现有的行政、司法救济手段保护自己的利益,耗费大量成本等待不确定的结果,不如要求有能力的发行人或相关方先行统一安排,确保投资者及时获得相对确定的结果,以防止损失的进一步扩大并维护市场信心。而且,在经过一定数量的反复操作后,先行赔付人会获得有关先行赔付与事后追偿的有益经验,不断提高赔付和追偿的效率,进而形成行之有效的惯常模式,实现投资者个体化的经验积累与传播无法比拟的规模效应。

二、证券市场先行赔付的法律定性

与传统的民事诉讼追责机制相比,证券市场的先行赔付至少具有几个方面的优势:一是加强对投资者

的保护力度,避免因相关责任主体之间的推诿导致求偿失败,使投资者从繁杂冗长的诉讼中解脱出来,及时有效地补偿投资者损失。二是促进证券发行人自律,通过将来可能承担巨额赔偿责任的威慑力促使发行人自觉遵守发行交易规则,依法合规审慎经营,阻止其实施违法行为的侥幸尝试。三是提高证券经营机构水平,借助事前的专业尽责和事后的主动赔偿提升服务能力,增加业界信誉度。四是维护证券市场稳定,及时迅速平息证券欺诈等引起的纠纷,防止因信息传递效应出现大规模的混乱。

鉴于先行赔付的诸种理论优势,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(2015年修订)》中明确要求保荐人在招股说明书的扉页上承诺,如果因其为发行人制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏导致投资者损失的,将先行赔偿。证监会发布的《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》中也有类似规定,涉嫌欺诈发行的公司或其控股股东、实际控制人在受到行政处罚前,按照公开承诺回购或收购全部新股,赔偿中小投资者经济损失,可以从轻或减轻处罚。这些非借鉴他国经验的原创性规则源于实践,又回到实践接受检验,先后出现“万福生科”“海联讯”“欣泰电气”三个先行赔付实例,并对后续的《证券法》修改产生一定的影响。2015年的《证券法》修订草案一审稿和2017年的《证券法》修订草案二审稿中均有关于先行赔付的规定,但具体表述上存在略微的差异。一审稿中将国务院证券监督管理机构认可的投资者保护机构,即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),列为先行赔付主体范畴,而二审稿中未将其列为先行赔付人,改为可受委托就赔偿事宜与投资者达成协议的主体。虽然先行赔付主体范围有所变化,但该项规定的宗旨始终是针对因欺诈发行、虚假陈述或其他重大违法行为给投资者造成损失的,有关主体可以与投资者协议先行赔付,以及时有效地补偿投资者的损失。这无疑表明了立法者试图通过在《证券法》中明文规定的形式提高先行赔付规则的法律位阶,助力其实现制度化,以更有力地保护证券投资者合法权益,顺应证券发行的市场化改革。作为回应现实需求的措施,证券市场的先行赔付尚未有正式的法律定义。证监会在2015年11月重启新股发行时,对保荐机构自行承诺先行赔付作出安排,将其定性为自律措施,交由证券业协会制定具体规则。按照证监会新闻发言人的解释,先行赔付本质上是一种便利投资者获得经济赔偿的替代性制度安排^[5]。既然为替代性安排的自律措施,那么先行赔付

就不宜被认为是相关行为人必须负担的强制性义务。从证监会关于信息披露的文件规定来看,保荐人的先行赔付承诺属于招股说明书应载明的内容,似乎是强制性要求^⑥。但就招股说明书本身而言,要约邀请的性质使其不具有对后续行为的强制约束力,除非满足一些特定的条件。所以,即使保荐人在招股说明书中作出先行赔付的承诺,事后仍然可以不履行承诺,且不会因此承担合同责任。反之,如果保荐人没有事先作出承诺,事后照样可以主动先行赔付,且会因此获得良好声誉。相比而言,证监会关于上市公司退市制度的文件规定内容更为科学,将先行赔付作为从轻或减轻处罚的条件。同样,《证券法》修订草案中的规定亦为可取,用“可以委托”达成协议的表述,界定先行赔付的性质,表明其具有平等主体之间基于意思自治形成法律关系的特征。由于自觉自愿地实施超出法律义务范围之外的行为,总能比主动或被动履行法律义务取得更好的社会评价和效果,因此先行赔付的非强制性界定更有利于鼓励发行方相关主体、证券中介机构、证券服务机构主动事前组织赔偿,而且契合先行赔付的本质认识。

先行赔付本质上其实是一种和解,先行赔付协议是作为平等主体的赔付人与投资者之间自愿协商达成的和解协议。从契约的角度解读,先行赔付具有两方面的特殊性:一方面,先行赔付的自愿协商并不充分,表现出较强的附合性。先行赔付协议往往由先行赔付人单方面提供,未经双方充分讨论,且大多数情况下不允许投资者更改。对于投资者而言,只能选择接受或者放弃。另一方面,先行赔付所达成的约定包含有关第三方权利义务的内容,表现出较强的涉他性。先行赔付人通常不是唯一的责任人,在先期承担赔偿责任后,有权利向其他连带责任人追偿。并且,为保证先行赔付公平公正地进行,资金的监管和使用往往需要委托第三方完成。所以,先行赔付协议中会有向他方或由他方履行的义务之规定,也会有指向他方或由他方享有的权利之规定。与此同时,先行赔付可以进一步界定为诉讼外的和解,与诉讼形成多元化纠纷解决机制的不同层面。实践中,先行赔付方案通常会载明,投资者签署和解协议或和解承诺函即意味着放弃诉权,放弃向其他责任人请求赔偿的权利。如果投资者不同意协议内容,或者根本不接受和解,可以通过诉讼途径请求责任主体赔偿损失,自行承担相关的风险和费用。这是对投资者诉讼选择权的尊重,亦是确保和解协议能够顺利履行的有效手段。投资者是自身利益的最佳判断者,不同的投资者基于不同的因素考虑对先行赔付方案会有不同的认识。只有赋予投资者

自主的选择权,才能实现先行赔付的功效平衡。至于民事责任实际承担与最终依法承担之间可能存在的出入问题,则可以在先行赔付完成后,由先行赔付人向发行人及其他连带责任人追偿,依据证券法的民事责任分配规则及相关合同约定实现结果公平。

三、证券市场先行赔付的实践检视

证券市场的先行赔付在我国起初源于经济实践,是市场主体在纠纷解决试错中摸索出来的替代性机制。最早的实例是2012年的创业板公司万福生科财务造假案,其保荐机构平安证券设立专项基金先行赔付投资者损失。之后,创业板公司海联讯因连续三年“算错账”,于2013年被证监会立案调查,该公司四位大股东设立补偿专项基金先行赔付。同样是创业板公司,欣泰电气因欺诈发行于2016年收到证监会的《行政处罚决定书》,成为新退市制度实施以来首家被强制退市并不得重新上市的创业板公司,其保荐机构兴业证券设立规模超过以往的先行赔付专项基金。在此过程中,相关规则通过市场主体的认识更新不断形成与完善,既有值得肯定的做法,亦有值得商榷的问题。

(一) 先行赔付的主体

根据《证券法》关于虚假陈述的民事责任规定,发行人、上市公司及其控股股东、实际控制人、董事、监事、高管等人员和证券中介机构、证券服务机构都有可能承担责任,只不过不同的主体适用不同的归责原则^⑥。《虚假陈述若干规定》中亦有类似规范,明确列举虚假陈述行为人的范围,并设有兜底性款项^⑦。从规则表述上来看,发行人和上市公司应当对虚假陈述承担不可推卸的确定性责任,其他主体的连带责任视主观过错情况而定。司法实践中,投资者在请求损害赔偿时,基于获赔预期、举证责任等因素的考虑,往往以发行人或上市公司为被告,甚少有将公司相关人员列为被告的。即使投资者将公司及有关人员列为共同被告,最后判决公司相关人员承担连带责任的也仅占少数^{⑧[7]}。与此同时,证券中介机构、服务机构承担连带赔偿责任的情况更是寥寥无几,多层次责任主体的设置可以说流于形式。

考虑到现实中虚假陈述等证券欺诈行为的责任主体过于单一,造成发行人和上市公司的负担过重,使可能是真正主导者的公司相关人员逃脱法律责任,使未尽到注意义务的证券中介服务机构不必为自己的懈怠买单,所以先行赔付的设计抛开主观过错上的要求,对发行人的相关人员、相关的证券公司和证券服务机

构做一体化处理,使其在同等的起点上享有同等的主动赔付机会。就已有的三个实例来说,万福生科案和欣泰电气案均是由保荐机构作为先行赔付人,海联讯案则是由大股东作为先行赔付人。值得注意的是,作为欣泰电气的保荐机构,兴业证券在欣泰电气首次公开发行上市时并没有做出先行赔付的承诺,而海联讯的大股东也显然没有关于先行赔付的承诺。可以由此推断,承诺与否本身并不构成能否成为先行赔付人的前提条件,是否是先行赔付人取决于是否客观承担先行赔付责任。此外,从已有案例的行政处理结果来看,平安证券作为万福生科的保荐机构未履行尽职调查、审慎核查义务,未履行持续督导责任,被罚没7665万元,暂停保荐资格3个月。兴业证券作为欣泰电气的保荐机构未遵守业务规则和行业规范,未勤勉尽责地审慎核查,被罚没5700万元。海联讯的四位主要股东虽主动出资设立专项补偿基金,但仍然因为存在违法违规行为受到处罚,其中作为直接负责的主管人员章锋被罚1203万元,邢文飏、杨德广分别被罚60万元,作为其他直接责任人员的孔飙被罚50万元。三个实例中的先行赔付人皆为主观上有过错的欺诈行为人,且不是唯一的最终责任人。

(二) 先行赔付的对象

先行赔付的目的在于当发生欺诈发行、虚假陈述或其他重大违法行为时,给予投资者高效便捷的损失补偿。因此,哪些投资者能够获得补偿是该项措施重点考虑的问题,合理划定受偿投资者的范围是该项措施目的实现的关键。为了确立可识别、可判断的客观指标,尽量涵盖各类受损投资者,已有案例均采用买卖股票的时间段标准,以虚假陈述的实施日、揭露日、更正日为重要时间点,判断先行赔付对象范围。在万福生科案中,补偿公告确定的虚假陈述实施日为2011年9月14日,揭露日为2012年9月15日,第一次更正日为2012年10月26日,第二次更正日为2013年3月2日。受偿投资者范围的确定均以虚假陈述实施日为起点,分别延伸至揭露日或两次更正日,区分为三种不同的股票买卖持有情况^⑨。在海联讯案中,补偿公告同样确定了三类四个关键的时间点,虚假陈述实施日为2011年11月11日,揭露日为2013年3月22日,两次更正日分别为2013年4月27日和2014年4月30日。与万福生科案不同的是,受偿投资者的范围在四个关键点之间分为三段,前后相互衔接,没有重合的情况^⑩。在欣泰电气案中,补偿公告确定的关键时间点为2014年1月15日的实施日,2015年11月27日的第一次更正日,2015年12月10日的第二次更正日。由于欣泰电气是在2016年才被证监会立案稽查,

故没有将立案稽查日作为揭露日在公告中载明。受偿投资者的范围则区分为一级市场适格投资者和二级市场适格投资者，仍然采用关键时间点区分时间段的方式，形成前后相互衔接的三种适格情形^⑧。

比较三个实例来看，先行赔付对象范围之确定所遵循的思路基本是相同的，即不同时间段买入或卖出涉案股票的投资者是否遭受损失以及遭受多大程度的损失有所不同，因此需要借助关键时间点判断其是否属于应当获得补偿的适格投资者，并进一步根据揭露或更正信息产生的不同效果区分不同时间段的投资者，为准确评估投资者的实际损失提供判断依据。不同的是，万福生科案中确定的受偿投资者分为三类，相互之间是层层包含关系；而海联讯案中受偿投资者则被区分为前后相互衔接的三类，相互之间没有重合关系；欣泰电气案中的表述虽然与前两个案例不同，但就实质而言仍然可以划归前后衔接类型，与海联讯的范围划定标准基本相同。不过，这方面的区别并不影响适格投资者的整体范围，仅对不同的适格投资者受到补偿的程度有影响。另外需要注意的是，海联讯案的补偿公告将事件责任方排除在受偿范围之外，欣泰电气案的补偿公告则更为具体地排除了三类主体：一类是欺诈发行事件责任方和首次公开发行前持有股份的股东及其关联人；二类是欣泰电气大股东及董事、监事、高级管理人员增持买入股票的；三类是因政策性增持买入股票的。可见，通过实践经验的不断积累，先行赔付对象范围的确定标准逐渐趋向合理化。

（三）先行赔付的资金

先行赔付的资金问题涉及从哪里来到哪里去两个方面，即需要考虑资金来源和资金分配两个层面。资金来源是先行赔付能够顺利进行的前提，资金分配是先行赔付目标达成的手段。如果没有充足可靠的资金来源，先行赔付无从谈起。如果没有合理科学的资金分配，先行赔付不但不能起到及时弥补损失的作用，反而可能造成新的不公平，引起二次伤害。所以，先行赔付的资金问题受先行赔付人、先行赔付对象、其他责任人以及监管机构等相关主体的高度关注和重视。当万福生科因谎报应收账款、虚构在建工程、虚增营业收入等造假行为被立案调查后，平安证券采用“先偿后追”的模式，未等证监会作出行政处罚决定，先行独家出资3亿元设立专项补偿基金。而后，海联讯和涉案人员亦积极配合调查，四位主要股东在受到行政处罚之前主动出资2亿元设立专项补偿基金。就欣泰电气案，兴业证券在收到《行政处罚及市场禁入事先告知书》后启动设立数额超前的5.5亿元专项基金。与欺诈行为的波及范围密切相关，先行赔付的基

金规模均是在参考以往案例预估投资者损失并加算管理费用以及预留一定余量的基础上确定的，且均为先行赔付人“自掏腰包”。

再就资金分配来看，三个实例在补偿金额的计算方面都采用交易价差额算法，没有采用真实价值算法^{⑨[8]}。在万福生科案中，如果投资者只符合其中一种时间段情形，那么就按照投资差额损失及相应部分的佣金和印花税外加资金利息计算补偿金额。由于时间段的划分上存在重合的部分，如果投资者同时符合两种以上时间段情形，那么分别计算每一种情形下的补偿金额，选择其中金额较高的一种作为补偿标准。在海联讯案中，投资者受偿金额的计算同样是围绕交易价差额展开，加算相应的佣金、印花税及利息。由于该案时间段的划分前后衔接，所以投资者的损失可以单独计算，无须比较选择。如果投资者在不同时间段多次交易，那么分别计算每种情形下的受偿额并加总。这两个案例的补偿额计算均体现了“充分补偿”的理念，本着有利于投资者的原则确定具体的计算方法，简便易行^{⑩[9]}。而在欣泰电气案中，投资者补偿金额的计算表现出一些特殊之处：一是考虑到欣泰电气因欺诈发行退市，所以先行赔付不设基准日；二是区分一级市场和二级市场，以发行价为基础计算新股投资者的损失；三是二级市场投资者损失计算需扣减市场风险因素所致的损失。相比前两个案例而言，兴业证券给出的补偿方案更加精准，对各种情形及不同因素的考虑更加周全，但对投资者的补偿力度随着计算精确度的提高有所下降。

（四）先行赔付的程序

程序的正义在一定程度上影响着结果的正义。投资者不仅需要得到正义，而且需要知晓正义实现的过程，借此判断是否符合自己的正义认识。作为“看得见的正义”，程序正义是自由的内核，是获得公平、合理之结果的保障。在证券市场先行赔付过程中，三个实例均表现出较大的程序正义。首先，在先行赔付条件被触发后，平安证券和海联讯主要股东皆在较短的时间内设立投资者专项补偿基金，并广泛征求有关专业人士的意见，多次反复论证，提出最大限度维护投资者利益的补偿方案。如海联讯案中，最初在投保基金公司的协调下各方形成了三个备选方案，最终选择了补偿金额最高的方案，比最低赔付方案高出2700余万元。就这方面而言，兴业证券的动作相对迟缓，在事发后近一年的时间才公告专项基金补偿方案，披露先行赔付的方式和流程。当然，这与欣泰电气作为首个因欺诈发行而被强制退市的公司涉及更多复杂的细节问题有关。遗憾的是，三个实例的具体补偿方案

皆由先行赔付人单方面提供,缺少了投资者的充分参与。

其次,为保证资金的管理和使用符合先行赔付目的要求,三个案例中的专项补偿基金均交由投保基金公司负责管理和运作,委托其担任基金管理人。一方面,作为国务院批准设立的国有独资公司,投资基金公司本身的宗旨就是切实维护投资者合法权益,不存在与发行人、上市公司及中介服务机构等的利益往来,能够保证行为的公正性。另一方面,投保基金公司日常的工作即与投资者赔付有关,具有专业的管理团队和丰富的协调经验,能够保证专项补偿基金管理使用上的合理性。同时,为防止投资者补偿资金被滥用或不当转移,专项补偿基金均由第三方银行进行专户管理,委托其担任基金托管人。万福生科案和海联讯案中的基金资产都由中国建设银行设立专户管理,欣泰电气案中的基金资产由兴业银行设立专户管理。由于海联讯案是大股东先行赔付,所以还专门设置了专项补偿基金顾问,委托平安证券为基金的实施运作提供技术支持与协助。

最后,从投资者的角度来看,每一个实例均在以往先行赔付经验总结的基础上有所进步,朝着便利投资者的方向迈进。在万福生科案中,投资者可以通过网络系统确认补偿方案,全程依托电子操作平台实现自动化,大大降低投资者获取信息的成本,提高达成和解的速度。在海联讯案中,投资者申报确认程序进一步简化,取消了网签和解承诺函的程序。在欣泰电气案中,兴业证券还专门设有投资者赔付热线、专用邮箱及现场咨询点,推动先行赔付工作的有序展开。与此同时,考虑到投资者人数以及资金安全问题,基金管理人委托中国证券登记结算有限责任公司(以下简称中国结算)划付赔偿金至适格投资者相应账户,以确保赔付资金划转的准确、高效^⑥。

四、证券市场先行赔付的路径选择

在市场化改革的进程中,先行赔付是利益平衡机制不断作用的产物。其规则的进路不应当是弱者更弱或者强者更强,而应当是保护弱者抵御强者,以达至市场机制充分发挥作用所依赖的公平。为落实保护投资者合法权益的指导思想,《证券法》修订草案设立投资者保护专章,并在其中明确规定先行赔付内容,足以说明该项措施的重要意义。如何借助证券市场先行赔付的制度化促使其在未来实践中实现常态化,是证

券法律制度必须给予回应的问题。

(一) 先行赔付的原则思路

一项制度的设计需要科学的理念作为支撑,科学的理念以指导思想的形式传递,表现在基本原则之中,进而引导具体规则的设计。作为市场实践的产物,先行赔付不是严密逻辑推演的结果,而是实践经验积累的质变。通过总结已有的三个案例,并结合域外的投资者保护经验,至少可以归纳出三项证券市场的先行赔付基本原则。第一,公开公平原则。这项原则与证券法的基本原则相契合,在先行赔付方面体现为赔付条件和程序的公开公平。由于虚假陈述等欺诈行为侵害的范围较广,先行赔付会受到多方关注,需要依赖公开和公平获取信任和认可,以保证系列工作能够顺利开展。第二,及时高效原则。这项原则其实是商法基本原则在证券市场先行赔付中的延伸,要求相关主体在尽可能短的有效期内有效益地补偿投资者损失。及时表现为先行赔付前提成立后的反应速度,高效表现为先行赔付过程中的效率和效用。只有秉持及时高效的原则,才能弥补司法救济途径之不足,才能体现先行赔付之先行的真正价值。第三,合理适当原则。这项原则借鉴保险法中的损失补偿原则,但需根据先行赔付的宗旨做相应调整。所谓合理,主要是指合理确定赔付对象、合理规范赔付主体等主体界定方面的要求。所谓适当,主要是指核心的损失补偿问题,以赔付投资者的实际损失为底线要求。在此三项基本原则的指导下,先行赔付具体规则的设计既要注意吸取已有实践经验的精华,又要注意去除实践做法中有欠科学的糟粕,还要注意解决一些未决问题,从而形成相对完备的规则体系。

(二) 先行赔付的规则设计

在主体方面,先行赔付人的范围除了包括发行人的控股股东、实际控制人、相关的证券公司、证券服务机构外,还应当纳入发行人本身及其董事、监事与高级管理人员,并且借鉴《虚假陈述若干规定》中的兜底性款项,为其他自愿主动承担先行赔付责任的机构或自然人预留空间。首先,先行赔付的突出特点在“先行”,亦即时间和效率问题。发行人作为违法行为实施者,虽然最终必将因欺诈行为承担无过错责任,但这不影响发行人在责任认定之前先行赔付,而且可以在一定程度上减少事后追偿的困难。其次,发行人的董事、监事和高级管理人员作为自然人可能往往没有能力独立出资设立补偿基金,但不排除存在具有足够实力的相关人员,抑或其他主体一起出资设立补

偿基金的可能。而且,这些人员通常对证券欺诈发行、虚假陈述等行为负有主要责任,在《证券法》及相关司法解释中亦被认定为潜在的责任者,将其纳入先行赔付人范围有利于保持法律的统一性。再者,随着先行赔付实践的深入及良好效果的传播,可能会有其他相关主体基于自身的理由愿意加入先行赔付人行列,规则的设计应当为此留有余地。另外,就投保基金公司而言,其不宜作为先行赔付人,理由在于:投保基金公司的设立旨在解决证券公司破产或被撤销、接管、托管时的赔付问题,其资金来源于交易手续费、会员上缴、投资收益等,更多地体现为政策性,用以解决市场自身不能妥善处理的问题,而不应当为个别市场主体的错误行为买单^⑩。最后,现阶段为注册制改革奠定基础,先行赔付仅适用于证券发行阶段的欺诈违法行为,待各方面的条件成熟后,应拓展至违规信息披露情况更多的证券交易阶段,将上市公司纳入先行赔付人范畴。

在对象方面,先行赔付请求权主体范围的划定有赖于因果关系的认定,应当严格判断违法行为与损害事实之间的前因后果,合理排除无关因素,并进一步合理排除不符合条件的投资者。对此,已有案例均是采用划分时间段的方式,决定投资者是否能够受偿,以及按照不同时间段确定投资者能够获得多少补偿。这是相对科学的做法。因为时间的判定具有较强的客观性,不易受主观因素的影响,且有《虚假陈述若干规定》中相关内容作为参考,能够获得普遍的认可。按照市场风险自负的要求,先行赔付须一视同仁地对待所有投资者,不宜区分机构投资者和个人投资者。因为在违法行为面前,机构投资者与个人投资者一样因为信息屏障的存在而处于不利地位。如果说机构投资者更具专业判断能力,那么也已经体现在买卖股票时点的选择上,从而可以在确定赔偿与否时不再另作考虑。需要注意的是,有些投资者因身份或所购买的证券产品具有特殊性,因果关系或损失难以认定,不应被视为适格投资者,至少包括:与发行人具有利害关系的投资者,发行人关联公司、子公司的投资者,与责任方具有利害关系的投资者(当行政处罚已经做出时可以认定),权证等证券衍生交易产品的投资者,可转换债券的持有者(无论是否已经行使转换权)。当然,如果这些投资者能够举证证明存在因果关系,那么应当允许其获得先行赔付。

在资金方面,目前的做法是由保荐机构或股东单

独出资设立专项补偿基金,赔付投资者的利益损失,尚未有其他主体出资的实例。从性质上来看,专项补偿基金不同于投资者保护基金,是专门用于个别欺诈行为引发的损失补偿,基于单一目的而设立。同时,专项补偿基金也不同于美国的公平基金,无须法院的同意和认可。在创业板公司投资者人数相对较少、损失金额也相应较少的情况下,资金实力雄厚的证券公司、证券服务机构以及公司大股东、实际控制人等有足够的能力独立承担先行赔付的责任。但如果恰逢发行人规模较大、遭受损失的投资者人数较多的情况,抑或将先行赔付的理念推及主板上市公司范畴,那么有意成为先行赔付人的主体可能会因为巨额的赔偿金望而却步。此时需要的不仅仅是动力,更是实力,应当允许并鼓励相关主体共同出资设立专项基金,以提高适格投资者的获赔率。另外,就资金的去向问题,实践中万福生科与海联讯均是秉持充分补偿的原则对投资者进行先行赔付的。该种做法不宜明令禁止,因为先行赔付的本质是和解,是当事人自由意志的产物。倘若相关主体愿意超额补偿以显示改过之心或基于其他合法目的,法律应当认可这类赔付协议的效力。但作为制度,规则的设计应根据合理适当原则,要求先行赔付人以赔偿适格投资者的实际损失为基本目标,将先行赔付限定在损失填补功能,而非额外获利的工具,同时允许其他未参加先行赔付的主体在满足一定条件的情况下主张超额赔付抗辩,以实现责任人与受害者之间的利益平衡^⑪。

在程序方面,三个实例中委托投保基金公司担任基金管理人、委托银行担任基金托管人、委托中国结算负责赔付资金划转的做法均值得肯定,其不仅有利于资金的合理使用,而且有利于保障资金的安全,还有利于提高资金流转的准确性。如果是专业机构以外的主体出资设立专项补偿基金,还可以考虑设置基金顾问,在技术上协助与支持先行赔付人开展工作。由于大部分人都希望自主地管理自己的事务,不愿被别人主宰命运,即便别人可能比自己做得更好。所以先行赔付方案的形成应当保证投资者的充分参与,按照公开公平原则设立听证程序,允许投资者或其代理人经申请参与听证会,就赔偿标准和方式等核心问题与先行赔付各方进行磋商,并适当听取投资者的意见。如果投资者对补偿方案有异议的,应交由司法裁决。同时,为促进补偿的及时性和高效性,先行赔付在时间上应受到限制,可以考虑以监管部门立案稽查日(通

常认为的揭露日)为起算点,于6个月之内完成补偿工作,情况特别复杂的案件可以适当延长,借此让投资者既能合理期待先行受偿,又有足够的时间寻求司法救济。至于6个月的时间使用问题,大都由先行赔付人自主决定,不过在投资者申报确认的时间分配上应当确保充足,不应绝对化地限制为2个月。对于未能在规定时间申报确认的投资者,可以考虑借鉴破产法上程序终结后追加分配的规则,允许其在先行赔付规定申报时间截止后的2个月内补充申报,并按照先前补偿方案所确定的标准给予补偿。另外,由于先行赔付协议本质上是一种契约,故投资者签署协议后仍然可以反悔,拒绝接受先行补偿,即使在协议中承诺放弃诉权,仍然可以通过司法途径追究相关责任主体的侵权责任,从而导致多方面资源的浪费。为避免投资者出尔反尔,应赋予经司法裁决或公证的先行赔付协议强制执行的效力,有效扼制道德风险的发生。

注释:

- ① 参见《社会保险法》第30条、第42条。
- ② 参见《道路交通安全法》第75条、第76条。
- ③ 参见《消费者权益保护法》第44条。
- ④ 《关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》与《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》不一致的,以后者规定为准。
- ⑤ 按照最高人民法院的解释,设置前置程序的原因在于:一是控制案件数量;二是使原告获得相应的证据;三是证券监督管理部门在判断行为是否违法并决定是否处罚方面比法院更为专业。
- ⑥ 《证券法》第232条规定:“违反本法规定,应当承担民事赔偿责任和缴纳罚款、罚金,其财产不足以同时支付时,先承担民事赔偿责任。”
- ⑦ 有学者认为,保荐机构的承诺并非基于商业动机自愿作出,而是根据监管规则的要求在招股说明书中必须记载的内容。一旦保荐机构作出先行赔付的承诺,则该承诺就构成其承担先行赔付责任的基础。
- ⑧ 参见《证券法》第69条、第173条。
- ⑨ 参见最高人民法院《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》第7条。
- ⑩ 有学者曾对最高人民法院司法解释发布以后的10年间我国证券虚假陈述民事赔偿案件做过统计分析,发现上市公司的董事、高级管理人员等很少被列为共同被告,就算列入也大多最终予以撤销。
- ⑪ 根据《平安证券有限责任公司关于设立万福生科虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金的公告》,投资者对万福生科股票的交易具备如下情形之一的,属于基金的补偿范围:(一)自2011年9月14日起,至2012年9月15日之前买入万福生科股票,且在2012年9月15日之后因卖出或持续持有万福生科股票而产生亏损的;(二)自2011年9月14日起,至2012年10月26日之前买入万福生科股票,且在2012年10月26日之后因卖出或持续持有万福生科股票而产生亏损的;(三)自2011年9月14日起,至2013年3月2日之前买入万福生

科股票,且在2013年3月2日之后因卖出或持续持有万福生科股票而产生亏损的。

- ⑫ 根据《深圳海联讯科技股份有限公司股东章锋、孔飘、邢文飏、杨德广关于设立海联讯虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金的公告》,投资者对海联讯股票的交易具备如下情形之一的,属于专项补偿基金的补偿范围:(一)自2011年11月11日起,至2013年3月22日之前买入海联讯股票,且在2013年3月22日及以后因卖出或持续持有海联讯股票而产生亏损的;(二)自2013年3月22日起,至2013年4月27日之前买入海联讯股票,且在2013年4月27日及以后因卖出或持续持有海联讯股票而产生亏损的;(三)自2013年4月27日起,至2014年4月30日之前买入海联讯股票,且在2014年4月30日及以后因卖出或持续持有海联讯股票而产生亏损的。
- ⑬ 根据《兴业证券股份有限公司关于设立欣泰电气欺诈发行先行赔付专项基金的公告》,专项基金的赔付范围为:(一)在欣泰电气首次公开发行股票时申购新股,在股票上市后卖出或仍持有而存在亏损的投资者,为一级市场新股投资损失赔付的适格投资者。(二)欣泰电气股票上市后,投资者对欣泰电气股票的交易具备如下情形之一的,为二级市场损失赔付的适格投资者:其一,自欣泰电气股票上市之日起至2015年11月26日期间买入,且在2015年11月27日及以后因卖出或者因持续持有欣泰电气股票至退市,扣减市场风险因素所致损失后仍存在投资差额损失的;其二,自2015年11月27日起至2015年12月10日期间买入股票,且在2015年12月11日及以后因卖出或者因持续持有欣泰电气股票至退市,扣减市场风险因素所致损失后仍存在投资差额损失的。
- ⑭ 有学者认为,用平均买入价减去平均卖出价或基准价乘以可索赔的股票数量计算虚假陈述中的投资者损失,不符合证券市场的实际运作,可能诱发道德风险,以及导致投资者获得的赔偿过多或过少等问题。
- ⑮ 两个案例在补偿额计算上略有差别,万福生科案的补偿金额均按照与卖出或最后持有证券最为接近的揭露日或更正日及其对应的基准日计算,而海联讯案的补偿金额按照与股票买入时点最接近的揭露日或更正日及其对应的基准日计算。
- ⑯ 万福生科案中,实际赔付金额约为1.79亿元,覆盖率达99.56%。海联讯案中,实际赔付金额约为0.89亿元,覆盖率达95.7%。欣泰电气案自2017年6月19日开放适格投资者申报起,截至2017年7月12日,已完成有效申报的适格投资者人数占比82.58%。可见,得益于方便快捷的程序,愿意通过先行赔付机制和解的投资者远远多于愿意通过民事赔偿诉讼解决问题的投资者。
- ⑰ 有学者提出,在先行赔付制度模式的选择上,应采用证券民事责任主体先行赔付和投资者保护基金先行赔付相结合的模式,形成“法定最低赔付+自愿赔付”的双轨制结构。
- ⑱ 超额赔付抗辩的成立条件可以设为:超额赔付事实的存在;赔付额度显著超过投资者的实际损失;先行赔付人主观上存在故意或重大过失。

参考文献:

- [1] 李国光,贾玮.证券市场虚假陈述民事赔偿制度[M].北京:法律出版社,2003:188-189.
- [2] 郑佳宁.证券市场大宗交易减持行为的规制疏失与校正[J].北京社会科学,2016(11):57-65.
- [3] 岳冰.证券欺诈民事救济的困境与出路[J].河南财经政法大学学报,2016(1):102-111.
- [4] 徐文鸣.证券民事诉讼制度实施效果的实证研究——以虚假

- 陈述案件为例[J]. 证券市场导报, 2017(4): 29-35.
- [5] 王小伟. 保荐机构先行赔付制度规则将制定[N]. 中国证券报, 2016-1-23(A02).
- [6] 杨城. 论我国虚假陈述民事责任主体的困境与创新[J]. 证券市场导报, 2017(7): 70-78.
- [7] 黄辉. 中国证券虚假陈述民事赔偿制度: 实证分析与政策建议[J]. 证券法苑, 2013(2): 967-995.
- [8] 樊健. 论证券虚假陈述投资者损失计算的“事前观点”[J]. 清华法学, 2017(3): 153-164.
- [9] 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[J]. 证券市场导报, 2015(3): 64-78.
- [10] 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[J]. 证券市场导报, 2015(2): 65-71.
- [11] 陈洁. 证券市场先期赔付制度的引入及适用[J]. 法律适用, 2015(8): 25-31.

Theory interpretation and rule design of advance compensation in securities market

ZHAO Yin

(School of Civil and Commercial Law, Southwest University of Political Science and Law, Chongqing 401120, China)

Abstract: Advance compensation in securities market, originating from economic practices, is the dispute resolution mechanism explored by market subjects in the balance of interests, which helps to recover the shortcoming of judicial and administrative remedy. As an alternative institutional arrangement, the advance compensation is essentially a reconciliation out of litigation based on voluntary consultation between the payer and the investor. Judging from the three existing instances, the rules of advance compensation have been formed and improved through the recognition renewal of the market subjects, and there are some worthy practices and also questionable issues needing to be further discussed over. In the context of the separate establishment of investor protection in the revised draft of *Securities Laws*, the institutionalization of advance compensation depends on the guidance of three principles, including those open and impartial, timely and efficient, reasonable and appropriate, and needs specific-rule design in the matter of subject, object, fund and procedure.

Key Words: advance compensation; securities market; investors' rights and interests protection

[编辑：苏慧]