

# 证券投资者保护基金的法律性质

——兼论“赔偿基金制度”

叶林\* 王琦\*\*

**摘要:**现有保护基金的主要功能在于通过事后补偿方式保护投资者利益,进而维护证券市场秩序的稳定。保护基金是以众多证券公司为共同委托人,以基金公司为受托人,以合格投资者为受益人设立的他益信托。作为受托人的保护基金公司采用“非营利国有独资公司”的特殊模式,借助公司制度的优势建立起安全高效的内部治理体系。随着先行赔付制度的成功运用以及证券行政执法和解制度的确立,我国应当在保护基金模式已取得成功经验的基础上,建立保护基金与赔偿基金并存的模式,完善投资者的事后救济机制,更好地保护投资者的利益。

**关键词:**证券投资者 保护基金 赔偿基金 先行赔付 行政和解

## 一、问题的提出

“投资者保护”(protection of investors)是国际证监会组织(International Organization of Securities Commission,IOSCO)所列的证券监管三大核心目标之

---

\* 中国人民大学法学院教授、博士研究生导师。

\*\* 中国人民大学2017级民商法学博士研究生。

一。<sup>①</sup> 国务院办公厅《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》明确提出“健全中小投资者赔偿机制”，“研究扩大证券投资者保护基金和期货投资者保障基金使用范围和来源”。建立证券投资者保护制度，既是与国际证券市场接轨的客观要求，也是完善我国证券市场运行机制、促进证券市场良性发展的必然选择。除建立充分的信息披露制度、加强和改善证券监管机制等制度性安排之外，对遭受损失的投资者予以事后救济也是各国证券投资者保护制度的重要内容。

投资者从事证券交易，必须先将证券和资金交存给证券公司控制。如果证券公司因被托管、接管、关闭或者破产而失去支付能力，难免给投资者造成巨大经济损失。在21世纪初，国内多家证券公司就先后被关闭、撤销、托管、取消业务资格或者清算。为了因应当时的客观需要，保护证券投资者权益，国务院于2005年6月批准中国证监会、财政部、中国人民银行发布《证券投资者保护基金管理办法》（以下简称《管理办法》），同意设立国有独资的中国证券投资者保护基金有限责任公司（以下简称保护基金公司）。2005年8月30日，保护基金公司在国家工商总局注册成立，其主要职责之一即为在证券公司被撤销、被关闭、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对债权人予以偿付。<sup>②</sup> 保护基金公司的成立是我国证券投资者保护制度日益完善的标志性事件，表明我国证券公司风险处置模式已从单纯注重制度层面的风险防范，转为将风险防范机制与通过保护基金补偿投资者的市场方式并重。<sup>③</sup> 全国人大常委会于2005年10月修改《中华人民共和国证券法》时，首次规定了证券投资者保护基金（以下简称保护基金）的地位，该法第134条授权国务院对保护基金的筹集、管理和使用作出具体规定。国务院随后在2008年4月发布的《证券公司风险处置条例》中，对包括证券公司停业整顿、托管、接管、行政重组、撤销、破产清算和重整等各方面问题设置了相应规范。上述法律、行政法规和规章

---

① See IOSCO, Objectives and Principles of Securities Regulation, Report of IOSCO(2010).

② 参见《证券投资者保护基金管理办法》第7条第3项。

③ 参见陈红：《设立我国证券投资者保护基金法律制度的思考》，载《法学》2005年第7期。

初步形成了我国投资者保护基金制度的法律框架。

保护基金的基本功能在于通过补偿投资者的财产损失以增强投资者信心,进而维护证券市场的稳定。与全面的信息披露制度、严格的证券监管措施和其他法律救济机制相比,保护基金能够为中小投资者提供更简便高效的赔偿渠道,在很大程度上消除投资者从事证券活动时对投资风险的顾虑,避免证券市场发生震荡时投资者“挤兑”现象的出现,有效防止金融风险的传递和扩散。有数据显示,保护基金在2016年累计筹集金额172.921亿元,累计使用保护基金净额-52.643亿元。截至2016年12月底,保护基金公司累计向24家被处置证券公司发放保护基金款项达到225.205亿元。<sup>①</sup>可见,作为证券公司风险处置的市场化长效机制,保护基金在维护投资者权益方面发挥着不可或缺的作用。但我国保护基金建立时间较短,理论研究不足,各项配套机制仍存在诸多有待完善之处。

就规范层面而言,《管理办法》仍将保护基金的主要功能限定于偿付投资者因证券公司关闭、破产等原因而遭受的损失,而未将实践中业已出现的投资者保护新模式纳入规范视野。例如,在2013年“万福生科虚假陈述案”中,平安证券主动出资设立万福生科虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金,委托保护基金公司担任专项基金的管理人。专项基金采取“先偿后追”方式,即平安证券先行以专项基金财产偿付符合条件的投资者,再通过法律途径向万福生科虚假陈述事件的主要责任方及其他连带责任方追偿。<sup>②</sup>这种由证券公司自愿设立专项赔偿基金并委托保护基金公司担任管理人的做法,维护了证券市场秩序的稳定,取得了良好的社会效果,同时也印证了设置专项基金的合理性以及保护基金公司在投资者保护工作中的重要性。但是,目前赔偿基金在实践中仅以专项基金的

---

<sup>①</sup> 参见《中国证券投资者保护基金有限责任公司2016年年度报告》,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/images/zwz/gywm/nbyb/2017/04/19/FFF6847E56\\_9437437196F6B0D81FA88E.pdf](http://www.sipf.com.cn/images/zwz/gywm/nbyb/2017/04/19/FFF6847E56_9437437196F6B0D81FA88E.pdf),最后访问日期:2017年10月25日。

<sup>②</sup> 参见《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》,载万福生科虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金专设网:[http://www.wfskj.com/special\\_detail\\_1.html](http://www.wfskj.com/special_detail_1.html),最后访问日期:2017年11月1日。

形式存在,尚未在规范层面上建立起一般性的规则,而仅仅是作为特定案件中先行赔付投资者损失的特殊机制。鉴于此,有必要认真审视保护基金的法律性质,厘清保护基金与赔偿基金的功能差异,逐步健全我国证券投资者权益保护的制度体系,充分发挥保护基金和赔偿基金在保护投资者权益上的积极作用。

## 二、保护基金公司的法律定位

保护基金虽然是法定基金,却渗透了浓厚的信托观念。各证券公司应当将依照规定缴纳并汇集的保护基金,全部交由保护基金公司管理;在证券公司遇到停业整顿、托管、接管、行政重组、撤销、破产清算和重整等情形时,保护基金公司应当向证券公司客户(或者投资者)支付一定数额或者比例的补偿款。就此而言,保护基金是以众多证券公司为共同委托人,以基金公司为受托人,以合格投资者为受益人设立的他益信托。

### (一)“非营利国有独资公司”的特殊模式

我国的保护基金公司采用财政部全额拨款的方式组建。保护基金公司系非营利国有独资公司,在功能上充当保护基金的法定受托人。保护基金公司也是投资者补偿事务的管理人和组织者,负责保护基金的筹集、管理和使用。

在理论上,保护基金受托人既可以采用公司制,也可以由信托公司等充当受托人。保护基金受托人采用公司制的,应当依照公司法规定设置董事会、监事会和经理等公司机关,并遵循公司法规定的公司运行规则。若受托人采用信托公司等其他形式的,就不得不面临从众多潜在受托人中进行遴选的问题。

遴选受托人的做法看似符合市场化运行模式,却面临众多客观难题:一是必须形成与信托公司等充当受托人相配套的一系列法律规范。我国现行法律并未对信托公司等充当受托人的问题作出规定,因此,若受托人采用信托公司等组织形式,必须建立与其相适应的制度规范以妥善解决受托人的遴选、更换、监督以及协调缴纳资金的证券公司与受托人之间的关系等现实问题。二是必须事先消除信托公司等受托人运行保护基金过程中诱发的各种利益冲突问题。信托公司

等受托人作为商主体,必然带有盈利冲动,难免与保护基金的公益性目的发生冲突。如果无法事先消除利益冲突的可能性,保护基金就难以获得市场认可,甚至会加剧投资者的担心和顾虑。

相对而言,我国采用“非营利国有独资公司”的特殊形式组建单一的保护基金公司,可以直接以公司法相对成熟的制度规范为依据,建立相对稳定、安全的内部治理机制,从而提升基金筹集、管理和使用的效率,高效便捷地向受损害投资者办理偿付事务,进而减少投资者的担心和顾虑,增强投资者和证券市场的信心。

## (二)保护基金公司的公益性

保护基金公司主要负责保护基金的筹集、管理和使用,并担任投资者补偿事务的管理人,它不具有证券市场监管职能,也不直接参与证券市场监管,但具有强烈的特许性和公益性,不应是以营利为目的的商事公司。

2017年3月15日通过的《中华人民共和国民法总则》(以下简称《民法总则》)以营利性为标准,将法人区分为营利法人和非营利法人。依照《民法总则》的规定,“营利”是指“以取得利润并分配给股东等出资人为目的”;与之相对应,公司等企业法人全部划入营利法人的范畴。<sup>①</sup>但就保护基金公司而言,其虽采用公司制模式,却非以取得利润并向其成员分配为目的,因而无法直接归入营利法人。同时,保护基金公司也并非《民法总则》第87条规定的事业单位、社会团体、基金会、社会服务机构等主体,从而不属于非营利法人。笔者认为,《民法总则》的法人分类方法对保护基金公司法律地位的界定造成了障碍。如果将保护基金公司定位为以营利为目的的公司法人,必然与其补偿投资者的宗旨发生严重冲突。如何协调保护基金公司性质与《民法总则》规范之间的冲突,在立法和理论上都存在极大的探讨空间。

公司在理论上可以视为一种纯粹意义上的法律组织形式,可以用来从事各种合法事业。公司发起人、创办人或者投资者可以利用这种法律组织形式从事

---

<sup>①</sup> 参见《民法总则》第76条。

营利事业,也可以从事非营利事业。境外立法也有将公司用于非营利事业的先例。德国《有限责任公司法》第1条就明文规定,任何人可以为任何合法目的而设立公司。依此规定,有限责任公司既可以是营利性或商业公司,也可以是非营利性或非商业性公司。在法国,公司有民事公司与商事公司之别,民事公司无须适用公司法。美国多数州的立法机关制定了《商业公司法》(Business Corporation Act),但未排除非营利事业采用公司制的组织形式,因而存在非营利公司的情况。

在我国实定法上,《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)虽未明确规定公司必须是“营利”法人,但从该法第4条关于“公司股东依法享有资产收益、参与重大决策和选择管理者等权利”、第34条关于有限责任公司“股东按照实缴的出资比例分取红利”及第166条第4款关于“公司弥补亏损和提取公积金后所余税后利润,有限责任公司依照本法第34条的规定分配;股份有限公司按照股东持有的股份比例分配,但股份有限公司章程规定不按持股比例分配的除外”等规定来看,凡是依公司法成立的公司,自应向股东分配税后利润,因而均属于营利法人的范畴。

需要指出,我国规范企业法人的法律,除包括《公司法》及《公司登记管理条例》以外,还包括《民法通则》和《企业法人登记管理条例》。而《民法通则》和《企业法人登记管理条例》仅规定了公司以外的企业法人的多种形态,<sup>①</sup>并未提及企业法人是否应向投资者或股东分配税后利润的问题。换言之,如果设立保护基金公司的准据法是《民法通则》及《企业法人登记管理条例》,保护基金公司就无须向其发起人、创办人或者投资者分配利润。由此,保护基金公司成为“非营利企业法人”就符合现行法律规定,进而与其公益性相互衔接。

### 三、保护基金的法律属性

在我国,保护基金是由法定来源的资金构成的信托财产,是保护基金公司负

---

<sup>①</sup> 参见《企业法人登记管理条例》第2条。

责管理的财产集合,属于特殊目的之财产。有学者通过对域外保护基金的资金来源进行考察,将保护基金的资金来源划分为以下三类:(1)启动资金。启动资金一般由政府财政或者中央银行出资,是保护基金得以建立的重要前提。(2)经常性资金来源。作为基金运作的基础性条件,经常性资金的来源渠道主要依靠与会员收入相关联的会费,保护基金的投资收益和各种证券交易税收或者部分手续费也是保护基金的重要资金来源。(3)非经常资金来源。保护基金在资金不足时可以向政府财政部门、中央银行或者其他特许金融机构借款的权利。此外,还可能包括捐赠和特别收费。<sup>①</sup>

这种观点混淆了保护基金、保护基金公司自有资金以及赔偿基金的相互关系,未能在理论上揭示保护基金的本质,可能推演出以国家出资为证券公司担保的错误结论,在实务上也必然造成混乱。笔者认为,在分析保护基金的法律属性时,应当首先澄清保护基金与保护基金公司自有资金、赔偿基金之间的根本差异,不能将三者混淆起来。

#### (一) 保护基金的特殊目的:收购债权

在我国,保护基金的筹集、管理和使用由保护基金公司负责。保护基金主要用于偿付投资者因证券公司关闭、破产等原因而遭受的损失。《管理办法》没有规定保护基金的具体补偿范围及限额。在实践中,保护基金公司通常依照《个人债权及客户证券交易结算资金收购意见》(以下简称《收购意见》)的相关规则组织投资者赔付事务。

《收购意见》按照“依法清偿、适当收购”的原则,将收购范围限定于客户证券交易结算资金和个人债权。其中,对于个人储蓄存款及客户证券交易结算资金的合法本息全额收购,对于其他个人债权则仅收购本金部分,债权金额累计在10万元(含10万元)以内的,予以全额收购;债权金额累计在10万元以上部分按9折价格收购。<sup>②</sup> 据此,《收购意见》采取了“客户证券交易结算资金全额收购”与

<sup>①</sup> 参见陈共炎主编:《证券投资者保护系列课题研究报告5》,中国财政经济出版社2008年版,第295页。

<sup>②</sup> 参见《个人债权及客户证券交易结算资金收购意见》第3条。

“个人债权有限收购”相结合的政策。<sup>①</sup> 全额收购和有限收购似乎是根据投资者所从事证券活动的风险状况所进行的区分,即对于低风险投资采取全额收购政策,对于高风险投资采取有限收购政策。但是,《收购意见》将风险状况差异明显的客户交易结算资金与储蓄存款同等对待,与前述依据风险状况区分收购政策的意旨并不相符。此外,投资者因持有金融债券形成的债权或者因其证券被证券公司挪用而形成的债权,其风险程度与客户交易结算资金更接近,但却适用不同的收购政策,其妥当性也值得探讨。<sup>②</sup>

笔者认为,比较合理的做法是按照统一标准对客户证券交易结算资金和其他债权进行收购,这既可以避免对于被挪用证券或者资金如何定性的学术争论,亦可大幅度提高保护基金公司的运行效率。采用统一标准可以省去对证券交易结算资金和个人债权的复杂甄别程序,投资者可以尽快获得赔付,这有助于增强投资者信心和维护证券市场的稳定性。<sup>③</sup>

## (二)保护基金的资金来源

保护基金资金来源的稳定是其建立和运行的基础条件。我国保护基金制度产生于证券公司大量关闭、破产而导致证券市场震荡的特殊历史时期,证券公司巨大的亏损和资金缺口严重危及金融市场稳定,因此,尽可能地拓宽保护基金的资金来源渠道,扩大保护基金规模以弥补证券市场的亏损和资金缺口,在当时的特殊背景下具有迫切性和必要性。但在该特定背景终结时,则有必要重新检视规则的合理性。

保护基金主要是由对会员的强制收费而形成的。根据《管理办法》第2条规定,保护基金是指按照该办法筹集形成的、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。根据现有规定,会员强制缴费规则主要源于会员自我保险的基金本质。<sup>④</sup> 目前,我国保护基金的来源主要包括以下几种方式:(1)证券交易所收取的部分交易经手费;(2)证券公司按照风险程度缴纳的基金;(3)发

---

① 参见叶林:《证券投资者保护基金制度的完善》,载《广东社会科学》2009年第1期。

② 参见廖凡:《证券客户资产风险法律问题研究》,北京大学出版社2005年版,第172页。

③ 参见叶林:《证券投资者保护基金制度的完善》,载《广东社会科学》2009年第1期。

④ 同上。

行股票、可转债等证券时,申购冻结资金的利息收入;(4)向责任方追偿所得和从证券公司破产清算中受偿收入;(5)捐赠;(6)其他合法收入。<sup>①</sup>就此而言,保护基金是汇集会员缴费而形成的特殊目的财产,完全不同于运行该财产的管理人的自有财产。

是否应将对违规证券公司的罚没款纳入保护基金,是值得探讨的问题。证券执法机关向违规证券公司收取的罚款和没收违法所得等款项,按照目前规定,应当一律上缴国库,投资者并未从中获得任何补偿,甚至可能导致证券公司因行政处罚而无力赔偿投资者。为使投资者权益得到切实维护,有必要将证券公司所缴纳罚金或者违法所得用于投资者的补偿。投资者通过民事诉讼方式寻求赔偿往往会面临举证困难和高昂的时间及金钱成本,监管机关职能的发挥在投资者权益保护中具有不可或缺的作用。<sup>②</sup>证券执法机关如能通过运用执法权帮助投资者追究证券公司的责任,并将罚没款项纳入保护基金用于偿付投资者损失,一方面能够拓宽保护基金资金来源渠道;另一方面能够有效恢复投资者信心和维护证券市场稳定。

### (三)保护基金 vs. 保护基金公司自有资金

保护基金公司自有资金是保护基金公司运行的财产基础。保护基金公司是国家财政出资设立的非营利国有独资公司,其自有资金是由国家财政出资形成的,目的在于维持保护基金公司正常运行。该自有资金即使可以被称为启动资金,也仅是以维持保护基金公司正常运作为目的,绝不存在动用自有资金向投资者支付补偿款或者赔偿款的问题。即使保护基金公司需要在特殊情况下临时动用自有资金,也应当确保保护基金公司能够事后全额收回该垫付的款项。根据防范和处置证券公司风险的需要,基金公司可以以多种形式进行融资。在满足法定条件时,基金公司可以通过发行债券等方式获得特别融资以及向中国人民银行申请再贷款。<sup>③</sup>

---

<sup>①</sup> 参见《证券投资者保护基金管理办法》第14条。

<sup>②</sup> 参见洪艳蓉:《证券执法的制度价值及其实现——来自美国的经验借鉴》,载《北大法律评论》编辑委员会编:《北大法律评论》(2016年第1辑),北京大学出版社2016年版,第149页。

<sup>③</sup> 参见《证券投资者保护基金管理办法》第15条、第16条。

保护基金公司只是保护基金的管理人,而不是投资者的担保人或者保险人。如果动用保护基金公司自有资金向投资者支付补偿或者赔偿款,必然产生要以国家财产为投资者的损失担保的错误分析。

#### 四、保护基金与赔偿基金的并存模式

保护基金受到“防范和处置证券公司风险”的特殊限定,其有别于不法行为人基于加害而向受害投资者给付赔偿款所形成的赔偿基金。从实务方面来看,因不法行为致损的受害者,既可以是单一或个别投资者,也可以是数量众多的投资者;不法行为人既可以向单一或个别投资者直接赔偿,也可以通过赔偿基金的形式向众多受害投资者赔偿。所谓赔偿基金,主要是由不法行为人支付的赔偿款所构成的另一种特殊目的基金。在我国实践中,先行赔付制度已初步成功运用,证券行政执法和解制度也已在规章层面上得到确认。目前,有必要在法律上确立赔偿基金的地位,搭建保护基金和赔偿基金并存的投资者救济机制。

##### (一) 赔偿基金与保护基金的差异

保护基金与赔偿基金是性质迥异的两类基金。保护基金旨在防范和处置证券公司风险,其仅适用于证券公司关闭、破产等特殊情形,主要通过采用收购投资者对证券公司的债权的方式,实现对投资者的适当补偿。赔偿基金的设置目的则在于将违法者所付赔偿款支付给受损害投资者,或者部分用于投资者教育。两种基金的目的有别,其基金来源和使用等方面也存在明显差别。

保护基金主要是由证券公司常规缴纳费用而形成的,证券公司向保护基金缴纳的款项,类似于投保人向保险人缴纳的保险费,目的在于减少证券公司由于破产、关闭等情况而给投资者造成的损失。赔偿基金是由不法行为人向单一投资者或众多投资者支付的赔偿款集合,其在形成上带有一次性或者临时赔偿的特点,因而在形成渠道上明显有别于保护基金的筹集渠道。因此,保护基金公司应当根据证券公司关闭、破产的实际情形,按照保护基金公司事先拟定的债权收购等相关规则,向投资者支付一定数量或比例的补偿款;赔偿基金在向投资者支

付赔偿款时,其依据既可能是人民法院的生效判决,也可能是违法行为之责任人做出的赔偿承诺。

以大庆联谊虚假陈述诱发的民事赔偿案为例,该案原告总计 678 位投资者以共同诉讼方式起诉大庆联谊,要求被告大庆联谊承担因虚假陈述、欺诈上市给投资者造成的损失总计 2000 多万元。2004 年 12 月 23 日,黑龙江省高级人民法院对该案作出终审判决:对一审判决予以维持,大庆联谊应赔偿金额为 884.5 万元。因为该案采用共同诉讼形式,法院在该案判决及执行中,不得不分别计算、判决每位原告应得赔偿款。这种做法无谓地增加了法院的裁判工作量,当被告无力全部支付赔偿款时,还难免产生哪个执行申请人获得清偿的顺序在先的问题。相反,如果将被告支付的赔偿款设为一项赔偿基金,并交由某一管理人按照裁判办理赔偿款的分配,既可以实现公平分配,也可以节省司法资源,乃至妥善处理赔偿款分配后的余额问题。

## (二) 先行赔付中的赔付金

先行赔付,是指在虚假陈述民事赔偿案件中,由承担连带赔偿责任的数人中之一人先行垫资向投资者进行赔付,然后再由先行赔付者向其他连带责任人进行追偿。先行赔付制度能够有效保护投资者权益,维护证券市场的稳定秩序。因证券监管机关对虚假陈述行为的查处需要一定时间,投资者通过诉讼机制主张损害赔偿也会面临举证困难以及时间和金钱的大量消耗,现行规则无法满足投资者及时、简便获得救济的强烈需求。投资者能否获得赔偿的不确定性无疑会导致投资者信心的丧失,进而危及证券市场的稳定运行。

先行赔付制度避免了责任主体之间因责任分配不均所可能导致的对投资者赔偿事项上的推诿,同时避免了投资者陷入复杂的诉讼程序,简化了投资者维护自身权益的程序障碍并降低了维权成本。先行赔付作为一种诉讼外和解方式通过当事人自愿协商,就赔偿投资者损失事项达成协议并加以履行。这种纠纷解决模式在兼顾投资者与责任主体双方利益的同时,对投资者的损害进行及时补偿,更易于获得投资者的谅解进而缓和双方矛盾,对于稳定证券市场秩序

大有裨益。<sup>①</sup>如今,先行赔付已经成为保护证券投资者权益的重要机制。

在先行赔付的实践中,保护基金公司接受委托担任专项基金管理人,积极探索和尝试证券市场投资者权益保护的新模式。例如,2013年5月10日,平安证券独家出资3亿元设立万福生科虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金,以补偿投资者因万福生科虚假陈述事件而受到的损失。<sup>②</sup>2014年7月18日,海联讯4名控股股东出资2亿元设立海联讯虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金,赔偿因海联讯虚假陈述受到损害的投资者。<sup>③</sup>2017年6月9日,兴业证券出资5.5亿元设立欣泰电气欺诈发行先行赔付专项基金,用于先行赔付适格投资者因欣泰电气欺诈发行而遭受的投资损失。<sup>④</sup>在上述案件中,均由保护基金公司接受专项基金出资人的委托,担任专项基金的管理人。

从效果来看,专项补偿基金的运作模式为投资者提供了诉讼途径之外的利益补偿机制。通过调动证券市场各方力量,专项基金能够在相对较短的时间内对投资者进行赔付。除具有简便高效的优点之外,专项基金的覆盖范围较广,尤其是运用股东投票系统和结算系统进行申报和补偿金的派发,最大限度地降低了投资者的维权成本。实践证明,由保护基金公司担任专项补偿基金管理人,充分运用市场化方式对投资者遭受的损失进行补偿,获得了投资者和证券市场的认可,是一种可以复制推广的模式。<sup>⑤</sup>

### (三)行政和解中的和解金

经国务院批准,中国证监会在证券期货领域试点行政和解制度,将行政相对

---

① 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。

② 参见《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》,载万福生科虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金专设网:[http://www.wfskjj.com/special\\_detail\\_1.html](http://www.wfskjj.com/special_detail_1.html),最后访问日期:2017年11月1日。

③ 参见《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》,载中国证券投资者保护基金有限责任公司网:[http://bcjj.sipf.com.cn/notice\\_detail\\_1.html](http://bcjj.sipf.com.cn/notice_detail_1.html),最后访问日期:2017年11月1日。

④ 参见《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》,载中国证券投资者保护基金有限责任公司网:<https://zxjj.sipf.com.cn/investor/notice/notice32.do>,最后访问日期:2017年11月1日。

⑤ 参见投保基金公司专项补偿基金工作组:《证券市场投资者保护新机制探索》,载《证券市场导报》2015年3月号。

人在行政执法和解程序中缴纳的行政和解金用于补偿因行政相对人涉嫌违法违规行为受到损害的投资者。中国证监会于2015年公布《行政和解试点实施办法》(以下简称《实施办法》)及《行政和解金管理暂行办法》(以下简称《暂行办法》),以规范行政和解试点相关工作及行政和解金的管理和使用工作。《暂行办法》规定由保护基金公司履行行政和解金的管理职责,并对行政和解金的管理、使用、补偿方案的内容、补偿范围等作出规定。

依据《实施办法》第2条之规定,所谓行政和解,是指中国证监会在对行政相对人涉嫌违法违规行为进行调查执法过程中,根据行政相对人的申请,与其就改正涉嫌违法行为,消除涉嫌违法行为不良后果,缴纳行政和解金补偿投资者损失等进行协商达成行政和解协议,并据此终止调查执法程序的行为。<sup>①</sup>从该办法对证券行政和解所作定义来看,其所称行政和解实际上仅指证券行政执法和解。证券执法和解机制作为化解证券行为日益复杂化、专业化与证券执法资源有限性之间矛盾的有效措施,能够为投资者提供更为便捷地获得经济补偿的渠道。证券行政执法和解实质上是将民事领域自愿平等协商的私法理念引入证券执法实践。证券监管机关与被监管者就被调查的证券市场行为通过自愿平等协商达成和解协议以终结案件,在本质上是以自愿和解代替行政处罚,对于有效节约和配置证券执法资源、实现证券执法效果具有积极作用。<sup>②</sup>因此,将证券行政执法和解金纳入保护基金公司管理范畴能够增加投资者获得偿付的可能性,进一步有效维护投资者利益。

因证券执法和解制度以证券执法权为基础,立法的授权性规定是行政执法和解合法性的直接依据,其在理论上最大的障碍即行政权的非处分性。这可能是实践中尚未有案件适用行政和解金的主要原因。但是,行政过程中存在广泛的自由裁量权,面对行政执法资源有限性的事实,如何配置有限的执法资源,应当属于行政机关自由裁量的范围。<sup>③</sup>而且,行政权力不可处分是指行政权力不得

---

① 参见《行政和解试点实施办法》第2条。

② 参见叶林、张辉、张昊:《证券执法和解制度的比较研究》,载《西部法学评论》2009年第4期。

③ 同上。

任意转让和抛弃,自由裁量权的行使属于行政机关行使行政权的表现而非对行政权的处分。证券行政执法和解作为行政自由裁量的表现形式之一,其获得合法性和合理性的根本原因即其在性质上属于行使行政自由裁量权的范畴。<sup>①</sup>因此,证券行政执法和解理应在投资者保护方面发挥更重要的作用。当然,证券监管机关应当进一步完善证券和解制度的有关规则,以增强其在证券执法实践中的可操作性。

通过以上论述可知,我国初步建立了保护基金的筹集、管理和使用的运行规则,但尚未针对赔偿基金的筹集、管理和使用等作出明确规定。在实践中,已存在的赔偿基金究竟是何种性质,保护基金公司是否可以参与以及以何种方式参与赔偿基金的设立,其他机构是否可以充当赔偿基金的管理人,管理人应当承担何种义务,都值得深入研究。

## 五、结 语

我国的保护基金制度产生于证券市场经营风险高发的特殊背景下,其相应的规则设计、保护基金公司的运行机制在特定阶段适应了社会现实的实际需要,对于稳定证券市场秩序和保护投资者权益发挥了重要作用。保护基金公司作为非营利国有独资公司,在依法管理保护基金的同时,也在特定的证券虚假陈述先行赔付案件中承担了管理赔偿基金的职能。

保护基金与赔偿基金作为性质迥异的两类基金,在设立目的、基金来源和使用等方面存在明显差别。随着先行赔付制度的成功运用以及证券行政执法和解制度的确立,有关部门应当在总结既有理论和经验的基础上完善具体规则,建立投资者保护的赔偿基金模式。同时,应当鼓励更多市场化组织充当“赔偿基金”的受托人,尽可能地调动社会力量参与投资者保护,以彰显投资者赔偿基金制度的市场化本意,进一步完善我国证券投资者保护体系。

---

<sup>①</sup> 参见李东方:《论证券行政执法和解制度——兼评中国证监会〈行政和解试点实施办法〉》,载《中国政法大学学报》2015年第3期。